Münster.1933.№ //

Jur. Diss.

Die Effektenmarkt-Interventionen der deutschen Kreditbanken in der Nachkriegszeit (1924 bis 1929)

mit besonderer Berücksichtigung ihrer Beziehungen zur Konjunktur

---

Inaugural-Dissertation

zur

Erlangung der staatswissenschaftlichen Doktorwürde

einer

Hohen Rechts- und Staatswissenschaftlichen Fakultät

der

Westfälischen Wilhelms-Universität

zu

Münster i. W.

vorgelegt von

Diplom-Kaufmann Hans-Hermann Schulz-Kleedehn

aus

Falkenberg i. M.

1933

Druck von Ad. Littmann, Oldenburg i. O.

Die Effektenmarkt-Interventionen der deutschen Kreditbanken in der Nachkriegszeit (1924 bis 1929)

mit besonderer Berücksichtigung
ihrer Beziehungen zur Konjunktur

Inaugural-Dissertation

zur

Erlangung der staatswissenschaftlichen Doktorwürde

einer

Hohen Rechts- und Staatswissenschaftlichen Fakultät

der

Westfälischen Wilhelms-Universität

zu

Münster i. W.

vorgelegt von

Diplom-Kaufmann Hans-Hermann Schulz-Kleedehn

aus

Falkenberg i. M.

1933

Druck von Ad. Littmann, Oldenburg i. O.

Referent: Herr Professor Dr. Bruck
Korreferent: Herr Professor Dr. Hoffmann

R. UNIV.
BIBLIOTHEEK
LEIDEN

Disposition.

Erster Hauptteil. Seite

Begriff, Wesen und Geschichte der Banken-Intervention.

§ 1. Begriff und Wesen der Banken-Intervention 1
§ 2. Charakteristische Beispiele aus der Geschichte der Banken-Interventionen 23

Zweiter Hauptteil.

§ 3. Die Technik der Banken-Intervention. (Die Mittel) . . . 33
1. Die großen Mittel
a) Die Aufnahme von Effekten 34
b) Die Schaffung von Hilfsfonds 35
2. Die kleinen Mittel
a) Maßnahmen zur Stärkung der Hausse-Spekulation . . 37
b) Maßnahmen zur Schwächung der Baisse-Spekulation . . 41
c) Indirekte Einflußnahme auf Kundschaft und Börse . . 43
§ 4. Die Interventionspolitik 47
1. Allgemeines 47
2. Die Organisation der Intervention 49
a) Einzel-Intervention.
b) Intervention in Form eines „Gentleman agreement".
c) Intervention mit Konsortialbindung.
3. Artunterschiede der Märkte als Bestimmungsgrund für die Interventionspolitik 54
a) Intervention am Kassemarkt.
b) Intervention am variablen Markt.
c) Intervention am Terminmarkt.

Dritter Hauptteil.

Neuere Entwicklungs-Tendenzen im Bank- und Börsenwesen und ihre Einflüsse auf die Intervention.

§ 5. Interventionserleichternde Tendenzen.
Die Banken-Konzentration 65
§ 6. Interventionserschwerende Tendenzen.
1. Der Rückgang der Bankenliquidität 68
2. Die Zentralisierung des Börsengeschäfts nach Berlin . . . 74

Vierter Hauptteil.

Seite

§ 7. Banken-Intervention und Konjunktur.
Der Konjunkturverlauf 1924—1929
1. Vorbemerkungen 79
2. Erklärung der Schaubilder 82
3. Schilderung des Konjunkturverlaufs 86

§ 8. Die Beziehungen zwischen Banken-Intervention und Konjunktur.
1. Intervention und Effekten-Konjunktur.
a) Die Intervention von 1924 89
b) Die Intervention von 1925 95
c) Die Intervention von 1929 99
2. Einordnung der Intervention in den Konjunkturzyklus . . 104

Anhang.

§ 9. Intervention und Warenmarkt-Konjunktur 112

§ 10. Die Interventionen in den einzelnen Phasen des Konjunktur-Zyklus 1924—1929 117
a) Die Intervention in der Depression.
b) Die Intervention in der Krise.

§ 11. Die Intervention ein Konjunkturfaktor? 125

§ 12. Die Intervention im Rahmen der Börsen- und Konjunktur-politik der Banken 128

Literatur-Verzeichnis.

Bücher.

Handwörterbuch der Staatswissenschaften. 4. Auflage, Jena 1924. Artikel: Bankbetrieb, Banken in der Volkswirtschaft, Börsenwesen, Krisen; im Ergänzungsband: Staats-Interventionismus.

Handwörterbuch der Betriebswirtschaft. Artikel: Bankbetriebslehre, Banken, Börsenplätze, Intervention.

Bernhard, Georg: Die Börse, ferner dessen verschiedene Artikel im „Magazin der Wirtschaft".

Buchwald, Bruno: Technik des Bankbetriebes, 8. Auflage, Berlin 1924.

Cassel, G.: Theoretische Sozialökonomie. 3. Auflage, 1923.

Diehl, Karl: Beiträge zur Wirtschaftstheorie, 1928, 2. Teil, Konjunkturforschung und Konjunkturtheorie.

Dietzel, Hans: Konjunkturbewegungen des letzten Jahrzehnts im deutschen privaten Kreditbankgewerbe (1914—1924), Stuttgart 1924.

Fendler, Arnold: Zur Kapitalkonzentration der Berliner Großbanken 1914—1923, Berlin 1926.

Fürst, Max: Die Börse, 2. Auflage, Leipzig 1923.

Göppert, Heinrich: Das Börsentermingeschäft in Wertpapieren. Berlin 1914.

Görtz, Hermann: Auswärtige Anleihen, Marburg 1926.

Horwitz, Ernst: Die Kursbildung am Aktienmarkt seit der Stabilisierung. Berlin 1929.

Jaffé, Ernst: Das Englisch-amerikanische und das französische Bankwesen, G. d. S. V. 1915.

Jeidels, Otto: Das Verhältnis der deutschen Großbanken zur Industrie. Leipzig 1905.

Kahn-Naphtali: Wie liest man den Handelsteil einer Tageszeitung? Frankfurt 1930.

Karstens, Karl G.: The Harvard Business Indexes An new Interpretation, Yournal of the American Statistical Assoziation, 1926, S. 399 ff.

Klebba, W.: Börse und Effektenhandel im Kriege, Berlin 1920.

Kronenberger, F.: Die Preisbewegung der Effekten in Deutschland während des Krieges, Berlin 1920.

Lansburgh, Alfred: Zur Systematik der Preisbildung an der Effektenbörse, Stuttgart 1917; ferner dessen verschiedene Artikel in „Die Bank".

Lederer, E.: Konjunktur und Krisen, G. d. S. IV, 1, 1925.

Leitner, Friedrich: Bankbetrieb und Bankgeschäfte, 6. Auflage, Frankfurt 1923.

Liefmann, Robert: Beteiligungs- und Finanzierungs-Gesellschaften, 4. Auflage, Jena 1923.

Meithner, Karl: Die Preisbildung an der Effektenbörse. Wien 1930.

Mises, Ludwig: Liberalismus. Jena 1927.

Derselbe: Kritik des Interventionismus. Jena 1929.

Mombert, P.: Einführung in das Studium der Konjunktur, 1925.

Obst, Georg: Das Bankgeschäft, 9. Auflage. Stuttgart 1930.

Prion, W.: Die Preisbildung an der Wertpapierbörse, 2. Auflage, 1929.

Rießer, J.: Die deutschen Großbanken und ihre Konzentration, 4. Auflage, Jena 1912.

Salings Börsenpapiere, 1. Teil, 22. Auflage, Berlin 1930.

Samuel, L.: Die Effektenspekulation im 17. und 18. Jahrhundert, Berlin 1924.

Schmalenbach, E.: Finanzierungen, 4. Auflage, Leipzig 1928.

Schneider-Dahlheim: Usancen der Berliner Fonds-Börse, 28. Auflage, Berlin 1930.

v. Schulze-Gaevernitz, G.: Die deutsche Kreditbank, Tübingen 1922.

Solmssen, Georg: Entwicklungstendenzen und weltwirtschaftliche Aufgaben der deutschen Großbanken, Berlin 1930.

Sombart, Werner: Der moderne Kapitalismus, III. Band, München 1927.

Sommerfeld, H.: Die Technik des börsenmäßigen Termingeschäfts. Berlin 1923.

Stillich, O.: Die Börse und ihre Geschäfte, Berlin 1909.

Stünzner, Carl Otto: Banken und Wertpapierbörse, Freiburger Dissertation, Altenburg 1911.

Wagemann, Ernst: Konjunkturlehre, Berlin 1928.

Weber, Adolf: Depositenbanken und Spekulationsbanken, 3. Auflage, München 1922.

Derselbe: Allgemeine Volkswirtschaftslehre, 1928.

Weber, Max: Die Börse, in gesammelten Aufsätzen zur Soziologie und Sozialpolitik, Tübingen 1924.

Wirth, Max: Geschichte der Handelskrisen, Frankfurt 1890.

Wormser, Otto: Die Frankfurter Börse, Tübingen 1919.

Fernerhin:

Die Enquetebände, herausgegeben vom Ausschuß zur Untersuchung der Erzeugungs- und Absatzbedingungen der deutschen Wirtschaft, V. Unterausschuß.

Die Reichsbank 1929.

Der Bankkredit 1931.

Strukturwandlungen der deutschen Volkswirtschaft, herausgegeben von Harms, 2 Bände, Berlin 1928.

Effektenbörse und Volkswirtschaft
Effektenmarkt und Konjunktur, Der „Schwarze Freitag" — Neugestaltung des Effektentermingeschäfts. R. Gunzert, B. Benning, E. Veesenmayer, Jena 1929.
Münchener Volkswirtsch. Studien, Neue Folge, Heft 6.

Zeitschriften.

Wirtschaft und Statistik.
Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung.
Die Bank.
Bankwissenschaft.
Bankarchiv
Magazin der Wirtschaft (abgekürzt: M. d. W.)
Der deutsche Volkswirt.
Der deutsche Ökonomist.
Die Weltwirtschaft.
Wirtschaftskurve der Frankfurter Zeitung.

Handelspresse.

Frankfurter Zeitung	abgekürzt	F. Z.
Berliner Tageblatt	„	B. T.
Vossische Zeitung	„	V. Z.
Industrie- und Handelszeitung	„	J. H. Z.
Berliner Börsen-Courier	„	B. B. C.
Berliner Börsen-Zeitung	„	B. B. Z.
Deutsche Bergwerks-Zeitung	„	D. B. Z.
Buchwalds Börsen-Berichte	„	B. B. B.

Archive.

Archiv Börse, Berlin.
Archiv der Berliner Handels-Gesellschaft.

Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41547410_0091

Erster Hauptteil.

Begriff, Wesen und Geschichte der Banken-Intervention.

§ 1.

Begriff und Wesen der Banken-Intervention.

Unter Interventionen wollen wir mit Röpke[1]) „jene wirtschaftspolitischen Maßnahmen" verstehen, „die sich zweifach dadurch auszeichnen, daß sie die Produktion und Distribution der Volkswirtschaft", wir setzen hinzu: wie sie lediglich nach Maßgabe des Prinzips der freien Wirtschaft sein würde, „zu verändern suchen, ohne wie der Sozialismus das auf dem Privateigentum an den Produktionsmitteln mit allen seinen Folgerungen beruhende System der Marktwirtschaft aufzuheben".

Diese interventionistischen Maßnahmen lassen sich nun zunächst einmal unter dem Gesichtspunkt differenzieren, wer ihr Träger ist. Wir können zwei große Gruppen in diesem Zusammenhang bilden, in die erste Gruppe gehört der Staat und die sonstigen öffentlichen Körperschaften, im allgemeinen kurz zusammengefaßt unter dem Begriff „öffentliche Hand", in die zweite Gruppe werden die privaten Interventionisten eingeordnet, die ihrerseits entweder Organisationen in erster Linie berufsständischer Interessenvertretungen (z. B. Kartelle, Syndikate, Arbeitgeber-, Arbeitnehmer-Verbände) oder aber private unorganisierte Wirtschaftssubjekte sein können.

[1]) H. W. B. d. St. W. Ergänzungsband S. 864 „Staatsinterventionismus" Wilhelm Röpke.

Zwischen den öffentlichen und privaten Interventionen bestehen nun nicht unbeträchtliche Gegensätze. Während nämlich die Eingriffe privater Interventionisten mehr oder weniger vorübergehender Natur und überwiegend privatwirtschaftlich ausgerichtet zu sein pflegen, ist das hervorstechende Merkmal der öffentlichen Interventionen neben den volkswirtschaftlichen Absichten, die mit ihnen verfolgt werden, ihr Dauercharakter.

Hier liegt nun die Frage nahe, wann diese Interventionen, ob nun öffentlicher oder privater Natur, eine derartige Rolle im Wirtschaftsleben spielen, daß man mit Recht von „Interventionismus" (M i s e s)[2]) sprechen kann, mit anderen Worten: das Problem taucht auf, wann alle diese einzelnen Interventionen, von denen wir gesprochen haben, sich zu einem Wirtschaftssystem des Interventionismus verdichten.

Genügt z. B. schon als charakteristisches Merkmal die mehr oder weniger häufige Anwendung oder die Intensität derartiger Eingriffe in einer Volkswirtschaft, um das betreffende Wirtschaftssystem als interventionistisch zu kennzeichnen? Wir möchten diese Frage verneinen. Vielmehr will es uns scheinen, als ob man nur dann von „Interventionismus" sprechen kann, wenn die Eingriffe (in erster Linie ist hier an die der öffentlichen Hand gedacht) prinzipiell als Mittel der Wirtschaftsbeeinflussung Geltung beanspruchen und fernerhin ihrer Idee nach Dauercharakter tragen, also nicht nur ab und zu mehr oder weniger zufällig Anwendung finden. Man kann es vielleicht so formulieren:

„Interventionismus" ist als Wirtschaftssystem dann gegeben, wenn die Interventionen innerhalb einer auf dem freien Konkurrenzprinzip beruhenden Verkehrswirtschaft zu einem organisch verbundenen, integrierenden Bestandteil dieser betreffenden Volkswirtschaft geworden sind. Zu einem solchen organischen, das Wirtschaftssystem als „Interventionismus" kennzeichnenden Bestandteil werden die Interventionen aber

[2]) Vgl. dazu vor allem Ludwig M i s e s, Archiv für Soz. Wissensch. 56. Bd. S. 610 ff., ferner derselbe: Liberalismus, Jena 1927, S. 67 ff. und Kritik des Interventionismus, Jena 1929.

infolge ihres prinzipiellen Geltungsanspruches und eines gewissen Umfanges ihrer Anwendung.

Unabhängig von der Frage, ob nun in einem konkreten Falle ein Wirtschaftssystem interventionistisch genannt werden kann oder nicht, kommt es uns jedoch nur darauf an, aus dem System der bestehenden und üblichen Interventionen — ob sie nun im ganzen als „Interventionismus" anzusprechen sind oder nicht — eine Art interventionistischer Maßnahme herauszugreifen, eben die Effektenmarkt-Interventionen der privaten Kreditbanken und die Wirkung dieses Eingriffes in den Markt zu untersuchen, indem wir unseren Erörterungen eine ganz bestimmte Spanne Zeit, nämlich die Jahre 1924 bis 1929, zugrunde legen.

Ähnlich wie die Frage der Anwendung des Begriffes „Interventionismus" kann die Frage der Kennzeichnung einzelner konkreter Maßnahmen öffentlicher oder privater Körperschaften bzw. Wirtschaftssubjekte im Sinne einer „Intervention" oder einer „Nicht-Intervention" äußerst schwierig sein. Dabei ist es notwendig, im Sinne der anfangs gegebenen Definition möglichst genau die Grenze anzugeben, jenseits derer von Interventionen vernünftigerweise gesprochen werden kann.

Aus den drei möglichen Interventionsarten, der Produktions-Intervention[3]), der Verteilungs-Intervention[4]) und der Markt-Intervention (Mises spricht in diesem Zusammenhange von produktionspolitischen und preispolitischen Interventionen, die verteilungspolitischen Interventionen erwähnt er merkwürdigerweise nicht) wählen wir zu diesem Zweck unter Berücksichtigung unseres Themas das Beispiel der Markt-Intervention.

Die Diskontpolitik der Zentralnotenbanken kann uns vielleicht hier einen Fingerzeig geben. Bekanntlich vertrat man früher nach der sog. „Konstatierungs-Theorie" die Ansicht, daß die Notenbanken hinsichtlich ihrer Zinspolitik nur die Aufgabe hätten, die Lage des Geldmarktes bei der Bemessung

[3]) Als solche tritt z. B. jede staatliche Subventionierung privater Produktionsunternehmungen auf.

[4]) Z. B. öffentliche Rationierungsmaßnahme.

des Zinsfußes nach außen hin kundzutun, eben nur zu „konstatieren". Heute begnügt sich unsere Reichsbank aber, und ähnliches gilt von den übrigen Zentralinstituten, keineswegs damit, nur der Marktlage Rechnung zu tragen, sondern sie versucht vielmehr ihrerseits, durch die Heraufsetzung oder Herabsetzung der Zinsrate einen bestimmten Einfluß in der oder der Richtung auf den Markt auszuüben.

An diesem Beispiel ist verhältnismäßig klar festzustellen, daß man nur im zweiten Fall von Intervention in dem hier gemeinten Sinne sprechen darf.

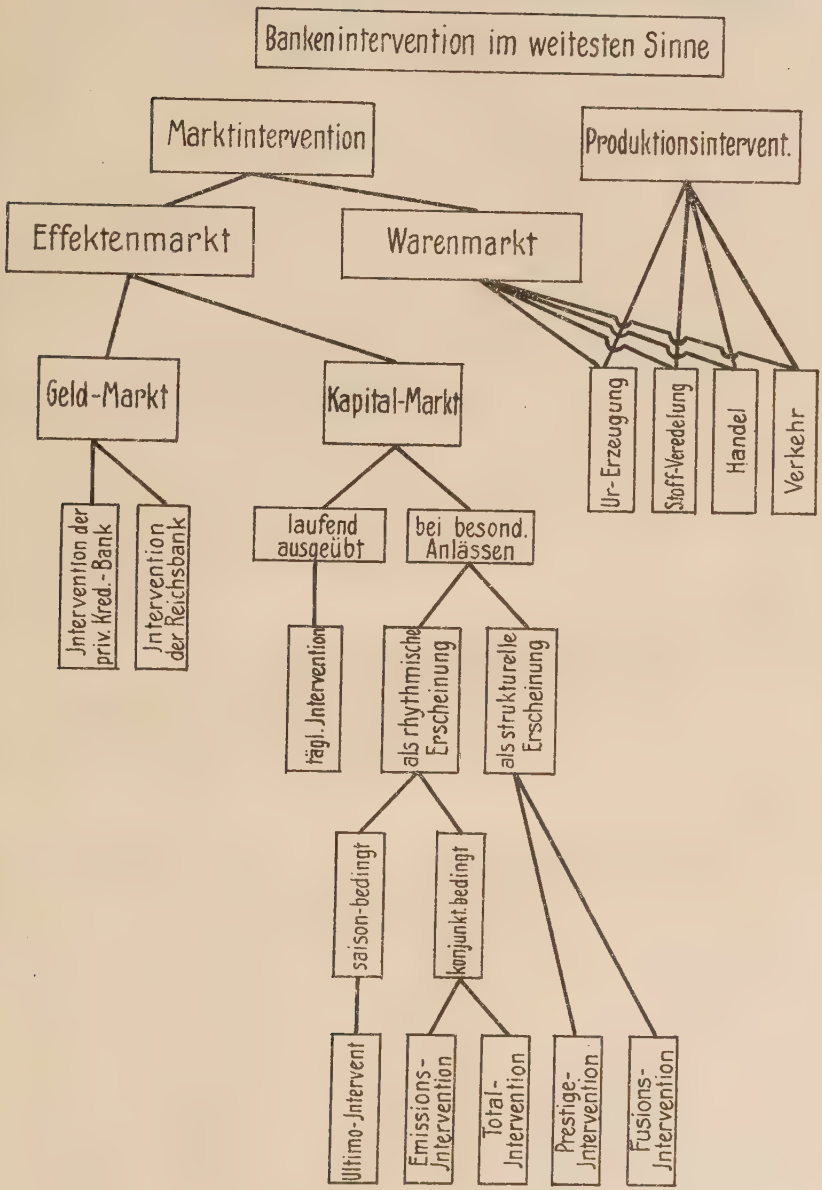
Daran anknüpfend möchten wir in bezug auf die Privatbanken nur dann den Terminus Intervention anwenden, wenn es sich um Eingriffe handelt, die von dem Zweck diktiert sind, die Preisbildung beispielsweise an dem hier interessierenden Wertpapiermarkt zu verändern. Allerdings fällt es schwer, wie schon betont wurde, in jedem einzelnen Falle ganz eindeutig festzustellen, wann eine bestimmte Maßnahme nicht mehr in den Rahmen der sog. „regulären" Bankpolitik gehört, sondern eine Intervention darstellt, weil mit dem Eingriffe eine bestimmte Preisbeeinflussung in der oder der Richtung beabsichtigt ist. Die Grenzen sind hier fließend.

Klar dürfte aus dem angeführten Beispiele und den gemachten Ausführungen geworden sein, daß als Hauptcharakteristikum jeder marktinterventionistischen Maßnahme die Preisveränderung als Zweck angesehen werden muß.

Markt-Intervention im weitesten Sinne ist demnach dann gegeben, wenn durch die Veränderung von Angebot und Nachfrage eine Preisveränderung b e a b s i c h t i g t ist.

Diese Preisregulierung ist, wie jede interventionistische Wirtschaftsbeeinflussung, als Mittel für einen übergeordneten Zweck zu verstehen, der entweder ein volkswirtschaftlicher oder privatwirtschaftlicher, bzw. ein gleichzeitig volks- und privatwirtschaftlicher sein kann. Dieser Zweck kann natürlich auch durch Eingriffe in die sog. freie Wirtschaft erreicht werden, die, ohne sich direkt auf den Markt und seine Regulierung zu richten, die Produktion bzw. die Verteilung in einer der Tendenz der freien Wirtschaft widersprechenden Weise beein-

Schema der Bankeninterventionen.



flussen. Wir greifen die Markt-Intervention nur deshalb hier exemplifizierend heraus, weil sie das eigentliche Gebiet der uns hier besonders interessierenden privaten Intervention ist.

Ist nur ein privatwirtschaftlicher Endzweck mit der Preisregulierung gegeben, so gehört dieser Fall zwar unter die Interventionen im weiteren Sinne, um eine Intervention im engeren Sinne handelt es sich jedoch nur, wenn eine volkswirtschaftliche Zweckverbundenheit mit ihr gegeben ist. Demnach soll als Intervention im letzteren Sinne jeder Eingriff in das freie Spiel der Kräfte angesehen werden, der den Anspruch erhebt, bestimmte volkswirtschaftliche (und zugleich privatwirtschaftliche) Schäden zu verhindern. Wohlgemerkt sprechen wir hier nur davon, daß ein bestimmter Eingriff *den Anspruch erhebt*, auf irgendeinem Gebiet der Volkswirtschaft Mißstände abzustellen. Die praktische Auswirkung der betreffenden Maßnahmen schalten wir an dieser Stelle bewußt aus.

Wie oben schon ausgeführt, wollen wir *Produktions-, Verteilungs-* und *Markt-Interventionen* im einzelnen unterscheiden. Für das hier interessierende Gebiet der *Banken-Intervention* können wir nun die Verteilungs-Intervention von vornherein ausschalten, da Beispiele für diese Art der Intervention, soweit sie von *Banken* betätigt werden, uns nicht bekanntgeworden sind.

Was die Produktions-Intervention anlangt, so geht sie meist in Form der sog. Unternehmungs-Intervention[5]) vor sich, bei der es sich darum handelt, daß die Banken durch eine Stützungsaktion von in ihrer Existenz bedrohten Unternehmungen den finanziellen Zusammenbruch abzuwenden trachten. In den meisten Fällen geschieht das durch Gewährung von Krediten bzw. Zahlungsmoratorien. Diese Produktions-Interventionen werden durch die Formulierung des Themas aus dem Kreis unserer Betrachtungen ausgeschaltet.

Als Beispiel:

[5]) Die Hilfsaktion für den Stinnes-Konzern im Juni 1925, das solidarische Eintreten der „Haute Finance", Gründung des sog. Stillhaltekonsortiums. M. d. W. 1925, S. 650.

Die im Mittelpunkt unserer Erörterungen stehenden Markt interventionen unterteilen wir, wie das vorliegende Schema zeigt, in Warenmarkt- und Wertpapiermarkt-Interventionen, wobei noch hervorgehoben sei, daß diese sog. Warenmarkt-Interventionen (vor allem ist hier an die Valorisierungen gedacht) sich äußerlich zumeist in das Gewand der Unternehmungs-Interventionen kleiden. Das darf aber nicht darüber hinwegtäuschen, daß beispielsweise die Kredite, die amerikanische Banken an den kanadischen Weizenpool gewähren, vor allem und in erster Linie dazu dienen sollen, um am Weizenmarkt die Preise zu regulieren, nicht aber, um den Pool als solchen zu stützen. Diese Warenmarkt-Interventionen werden ebenfalls durch unser Thema für die folgenden Betrachtungen ausgeschaltet.

Damit gelangen wir zu unserem eigentlichen Thema, eben den Banken-Interventionen am Effektenmarkt. Diese Effektenmarkt-Interventionen lassen sich im einzelnen nun unter den verschiedensten Gesichtspunkten differenzieren. Wie unser Schema zeigt, haben wir den Wertpapiermarkt als solchen zunächst in der bekannten Weise in Geld- und Kapitalmarkt zergliedert. Auf Grund dieser Aufteilung ergeben sich also die Banken-Interventionen am Geld- bezw. Kapitalmarkt. Ein anderes principium divisionis wäre, daß man die Interventionen unter dem Gesichtswinkel unterteilt, wer ihr Träger ist. Dann könnte man Interventionen der öffentlichen und privaten Banken unterscheiden, wobei diese beiden Gruppen als solche wiederum noch weiterhin stark aufgegliedert werden könnten (z. B. der Kreis der öffentlichen Banken in Reichsbank, Staatsbanken, Girozentralen, öffentliche Bodenkreditinstitute usw.). Eine andere Einteilung wäre insofern denkbar, als man das große Gebiet der Börse in den Markt der festverzinslichen und variablen Werte aufteilt und demnach Interventionen in Obligationen und in Aktienwerten unterscheidet.

Wie die angeführten Beispiele zeigen, bestehen also viele Möglichkeiten, um den weitgezogenen Kreis der Banken-

Interventionen im allgemeinen nach der oder der Richtung in seine einzelnen Bestandteile zu zerlegen.

Als Beispiel für die Intervention am Geldmarkt ist die Intervention der Privatbanken am Privatdiskontenmarkt genannt. Ebenfalls gehört aber auch die Geldmarktpolitik der Reichsbank hierher, die den Markt durch Ankäufe bzw. Verkäufe von Reichsschatzwechseln usw. verflüssigen bzw. verknappen kann. Bekanntlich faßt man neuerdings diese Politik der Zentralnotenbanken nach amerikanischem und englischem Vorbilde unter der Bezeichnung „Open market operations" zusammen.

Das führt uns hinüber zu den Kapitalmarkt-Interventionen, die wir danach unterscheiden, ob es sich um Erscheinungen handelt, die täglich und dauernd an der Börse vorkommen oder nur bei besonderen Anlässen ins Werk gesetzt werden.

Auf Grund dieser Einteilung schält sich aus der ersten Kategorie nur ein einziges Phänomen heraus, die sog „Kursregulierung"[6]) oder tägliche bzw. laufende Intervention, wie wir sie nennen wollen.

Diese Art der Intervention wird von allen Banken, kann man fast sagen, ausgeübt, die irgendwie mit der Emission von Wertpapieren zu tun haben. Auf diesem Gebiet betätigt sich die Reichsbank nicht weniger als die Staatsbanken, die Girozentralen im selben Umfange wie die Pfandbriefanstalten, von den privaten Kreditbanken in diesem Zusammenhang ganz zu schweigen. In erster Linie soll diese tägliche Intervention — unten haben wir die Dinge noch breiter ausgeführt — allzu große Kursschwankungen und Kursausschläge, wie sie auf Grund der natürlichen Marktbildung sich ergeben würden, verringern, sie will also die Kursentwicklung in gewisser Weise nivellieren.

Der laufenden Intervention war die Intervention bei besonderen Anlässen gegenübergestellt. Wir unterteilen diese

[6]) W. Prion, Die Preisbildung an der Wertpapierbörse, 2. Aufl. 1929, S. 63.

Art der Banken-Interventionen danach, ob sie in einem bestimmten wirtschaftlichen Rhythmus wiederkehren oder ob sie mehr oder weniger als strukturelle, gleichsam einmalige Erscheinungen zu bewerten sind. Wie das Schema zeigt, fällt in die erste Gruppe, die wieder unter dem Gesichtspunkt, ob saison- bzw. konjunkturbedingt, in zwei weitere Untergruppen zerlegt wurde, als erstes die Ultimo-Intervention, auch „Bilanzhausse" genannt, während die Emissions- und die hier in erster Linie interessierende Total-Intervention in die zweite Kategorie fallen. Als strukturelle Erscheinungen werden die Prestige- und die Fusions-Intervention behandelt.

Die sogenannte (Jahres-) Ultimo-Intervention oder Bilanzhausse nannten wir aus dem Grunde saisonbedingt, weil sie mit einer gewisssen Regelmäßigkeit an jedem Jahres-Ultimo, also Ende Dezember, beobachtet werden kann. Wie schon aus der Bezeichnung Bilanzhausse hervorgeht, handelt es sich dabei um die Heraufsetzung der Kurse zum Bilanzstichtag, dem 31. Dezember.

Demgegenüber sollen die Emissions- und die Total-Intervention als konjunkturelle Erscheinungen behandelt werden.

Bei der Emissions-Intervention versucht die emittierende Bank, durch Aufkäufe den Kurs der Wertpapiere, von denen sie junge Aktien bzw. eine neue Serie Schuldverschreibungen herausbringt, zu steigern, um dadurch höhere Emissionskurse zu erzielen.

Während hier also die Manipulierung der Kurse einem ganz bestimmten Papier, eben dem Papier, dessen Emission vorbereitet wird, gilt, richtet die Total-Intervention ihr Interesse auf den ganzen Markt. Ihr kommt es darauf an, die Börse in ihrer Gesamtheit zu beeinflussen.

Schließlich stehen noch die Prestige- und die Fusions-Intervention hier zur Diskussion.

Bei diesen beiden Arten der Intervention handelt es sich wieder um ganz bestimmte Papiere, deren Kurse die Banken beeinflussen wollen.

Im Falle der Prestige-Intervention ist der Zweck, der mit der Intervention verbunden wird, die künstliche Stärkung des Ansehens irgendeiner Gesellschaft durch Stützung des Kursniveaus.

Die Fusions-Intervention betätigen die Banken in dem Falle, wo die für eine Fusion oder für einen Umtausch festgesetzten Kurse im Laufe der Frist, innerhalb derer der Umtausch bewirkt werden soll, durch die Börsenentwicklung eine Änderung erfahren haben.

Es kam uns in diesem Zusammenhange nicht darauf an, die Dinge erschöpfend zu behandeln, vielmehr wollten wir nur das vorliegende Schema, das, um es nochmals zu betonen, eine Systematik der Banken-Interventionen im allgemeinen geben soll, kurz erläutern.

Die Formulierung unseres Themas:

„Effektenmarkt-Interventionen der privaten Kreditbanken" zeigt nun mit Deutlichkeit, daß wir in unseren Erörterungen nur die privaten Kreditbanken als Träger der Interventionen behandeln wollen. Die übrigen Banken als Träger von Interventionen berücksichtigen wir demnach nicht. Eine weitere Einschränkung erfährt unser Thema sodann noch insofern, als wir nur den Aktienmarkt behandeln wollen und dabei die Berliner Börse in den Vordergrund stellen.

Es wäre u. E. aber unzureichend, über Banken-Interventionen mit der gemachten Einschränkung zu sprechen, ohne sich vorher darüber klar geworden zu sein, wie eigentlich die Interessen der deutschen Kreditbank bezüglich der Börse gelagert sind. Das führt uns zwangsläufig zu einer eingehenderen Behandlung dieses Banktyps.

Der in Deutschland vorherrschende Typ der privaten Kreditbank wird am treffendsten durch den Ausdruck „Universalbank" gekennzeichnet. Die deutsche Kreditbank ist „Depositen- und Spekulationsbank"[7]), sie verbindet mit dem in erster Linie kurzfristigen Kreditgeschäft der Depositenbank,

[7]) Adolf Weber, Depositenbanken und Spekulationsbanken. 3. Aufl., München-Leipzig 1922.

dem sog. „regulären“[8]) Geschäft, das Gründungs- und Emissionsgeschäft der Spekulationsbank, oder anders formuliert: im Gegensatz zur reinen Depositenbank englischen Vorbildes, die sich in ihrer Geschäftstätigkeit bewußt auf den Geldmarkt beschränkt, arbeitet die deutsche Kreditbank am Geld- und Kapitalmarkt.

Das Bemerkenswerte an der Entwicklung der deutschen Kreditbank, insbesondere wieder der deutschen Aktienbank, ist nun die Interessenverlagerung, die sich innerhalb der einzelnen Sparten der bankgeschäftlichen Tätigkeit im Laufe der Jahre vollzogen hat. Überwog in den Anfängen, also in den 50er Jahren des vorigen Jahrhunderts, das Effektengeschäft[9]) sehr stark und ließ die übrigen Zweige der Banktätigkeit daneben fast gänzlich in den Hintergrund treten, so bereitete sich mit der Gründung der Deutschen Bank im Jahre 1870 die zweite Epoche vor. Dieses Institut, das als erstes neben der Betonung des Gedankens der Exportförderung[10]) die Notwendigkeit der Errichtung von Filialen und Depositenkassen zum Zwecke der Vergrößerung des Aktions-Radius erkannte, stellt den Übergang zu dem „gemischten“ Typ der Kreditbank dar, den wir noch heute haben. So erscheint es uns auch etwas spät, erst den Ausgang des 19. Jahrhunderts als den Wendepunkt in der Geschäftsgebarung des deutschen Kreditbankwesens zu bezeichnen, wie es Kalveram[11]) tut. Man geht wohl nicht fehl,

[8]) v. Schulze-Gaevernitz, Die deutsche Kreditbank, G. d. S. V, II. 1915, S. 23/24., vgl. dazu auch Georg Solmssen, Entwicklungstendenzen und weltwirtschaftliche Aufgaben der deutschen Großbanken. Berlin 1930, S. 12.

[9]) „Die Banken waren überwiegend reine Emissionsbanken, oft mit Effektenbesitz überladen“, v. Schulze-Gaevernitz a. a. O. S. 32.

[10]) „Der Zweck der Gesellschaft ist der Betrieb von Bankgeschäften aller Art, insbesondere Förderung und Erleichterung der Handelsbeziehungen zwischen Deutschland und den übrigen europäischen Ländern und überseeischen Märkten“, § 2 des Statuts der Deutschen Bank, zitiert nach J. Rießer, Die deutschen Großbanken und ihre Konzentration, 4. Aufl. Jena 1912, S. 345.

[11]) „Seit etwa 1900 treten bei diesen Instituten das Depositen- und das kurzfristige Kreditgeschäft stärker in den Vordergrund“. Bankwissenschaft 1928, S. 161.

wenn man diesen Zeitpunkt schon in den Anfang der 90er[12]) Jahre verlegt.

Als Ergebnis dieses Entwicklungsprozesses müssen wir feststellen, daß das sogenannte „reguläre" Geschäft heute durchaus die erste Stelle einnimmt und das Rückgrat der deutschen Kreditbank bildet. Das hindert allerdings nicht, daß diese Kreditbank unserer Tage eine ihr günstig erscheinende Emissions- und Gründungsperiode nach Kräften ausnutzt (beispielsweise die Zeit von Anfang 1926 bis April 1927), doch darf ein derartiger „Rückfall" in alte Gepflogenheiten nicht generell gewertet werden, er kann auch unser Urteil, daß die heutige deutsche Kreditbank mehr Depositenbank als Spekulationsbank ist, keinesfalls revidieren.

Wenn eben von einer Interessenverlagerung vom Effektengeschäft zum regulären Geschäft hin gesprochen wurde, so darf dies nicht zu der Ansicht führen, daß die Einflüsse der Banken auf die Börse in der jüngsten Zeit geringer geworden wären. Im Gegenteil werden wir noch die Beobachtung machen können, daß heute Tendenzen und Kräfte spürbar sind, die diesen Einfluß der Kreditbanken und insonderheit der Großbanken auf die Börse noch um ein Bedeutendes verstärken.

Im einzelnen kommt die Bank[13]) mit der Börse durch die Emission, den Effektenhandel und die Börsenkredite in Berührung, fernerhin, wenn es auch Dinge von mehr sekundärer Bedeutung sind, geschieht dies durch Kundschaftsberatung und Pressenachrichten („Wirtschaftliche Mitteilungen").

Die Beziehungen zwischen Banken und Wertpapierbörse sind also sehr vielseitig zu nennen. Aus einer derartig engen Verknüpfung ergibt sich aber mit Notwendigkeit, daß die deutsche Kreditbank an einem normalen Funktionieren der Börse das größte Interesse hat.

Treten Störungen am Effektenmarkt ein, so erleidet das Emissionsgeschäft Schaden, die Händler-Provisionen aus dem

[12]) Vgl. J. Rießer, a. a. O. S. 172.

[13]) Vgl. hierzu in erster Linie W. Prion, Preisbildung an der Wertpapierbörse, 2. Aufl. 1929, S. 48 ff., fernerhin Carl Otto Stünzner, Banken und Wertpapierbörse, Freiburger Dissertation, 1911.

Kommissionsgeschäft fließen nur spärlich, Gelder, die sonst in Form von Krediten an die Börse gelangt wären, liegen brach oder müssen anderen vielleicht weniger lukrativen Verwendungs-Zwecken zugeführt werden.

Dieses Angewiesensein der Banken auf einen Markt, der im vollen Umfange seine Aufnahmefähigkeit auf den drei Gebieten der Effektenemission, des Effektenhandels und Effekten-Kredits hat, gibt letzten Endes auch dafür die Erklärung ab, warum die Banken in Zeiten, wo die Funktionsfähigkeit der Börse gestört ist, alle Hebel in Bewegung setzen, um den status quo wiederherzustellen, ist die eigentliche und tiefste Ursache jenes Phänomens, das wir behandeln wollen, eben des Phänomens der Intervention.

Im Folgenden sollen die Effektenmarkt-Interventionen der privaten Kreditbanken näher beleuchtet werden, um über ihre Kennzeichnung unserem Thema- und Interventionsbegriff entsprechend den Kreis der in dieser Abhandlung zu behandelnden Probleme weiter einzuengen.

Wir beginnen wieder mit der Intervention am Geldmarkt. Diese Art der Intervention wird von den Kreditbanken — das war oben schon kurz gestreift — häufig am Privatdiskontenmarkt ins Werk gesetzt. Wir treffen sie insbesondere in Verbindung mit der Emission. Die Emissionsbanken drücken den Privatdiskontsatz durch umfangreiches Angebot von Leihgeld und nehmen andererseits alles, was an Wechseln an den Markt kommt, bereitwilligst auf. Zweck dieses Manövers ist, den Geldmarkt recht flüssig erscheinen zu lassen, um dadurch höhere Emissionskurse zu erzielen und den Absatz der jungen Wertpapiere zu erhöhen.

Unsere Ausführungen dürften klar gezeigt haben, daß es sich bei dieser Intervention am Geldmarkt um eine Intervention im weiteren Sinne (vgl. unsere Definition auf S. 6) handelt.

Unter den Kapitalmarkt-Interventionen sollte als erste die sogenannte „Kursregulierung“[14]) oder tägliche bzw. laufende

[14]) W. Prion, Die Preisbildung an der Wertpapierbörse, 2. Aufl. 1929, S. 63.

Intervention, wie wir sie nennen wollen, behandelt werden. Diese tägliche Intervention wird besonders dann am Platze sein, wenn die Emission in dem betr. Wertpapier nur kurze Zeit zurückliegt, muß man sich doch vor Augen halten, daß ein großer Teil der neu an den Markt gekommenen Wertpapiere nur aus spekulativen Gründen, zum Zwecke baldigen Wiederverkaufs, angeschafft ist. Die Notwendigkeit der Intervention ist also bis zu dem Zeitpunkt, wo die Wertpapiere aus den Kreisen der Spekulation in den Besitz der „seriösen" Anleger gelangt sind, besonders gegeben. Aber auch späterhin braucht der Markt die regulierende Hand, in erster Linie, um „Zufälligkeiten"[15]) der Kursbildung auszugleichen. Durch die tägliche Intervention werden die Ausgleichsmöglichkeiten vermehrt und infolgedessen die Kursausschläge von einem Tage zum andern verringert, so daß der Hinweis, daß es sich bei dieser sogenannten Kursregulierung um eine durchaus nützliche[16]) Tätigkeit handelt, sehr wohl am Platze ist, wenn auch die Bemerkung an dieser Stelle nicht unterdrückt werden kann, daß die Banken vielfach dabei ihren eigenen Vorteil in allzu starkem Umfange wahrnehmen.

Diese regulierende Aufgabe führt von sich aus die Banken dazu, daß sie je nachdem heute das Angebot und morgen die Nachfrage verstärken. Es wäre also zu eng, diese Art der Intervention nur mit Kursstützung zu identifizieren, wie es im Handwörterbuch der Betriebswirtschaft[17]) geschieht, wo es heißt:

„Die Intervention besteht in der Aufnahme des an den Markt kommenden Materials".

Vielmehr berücksichtigt die Kursregulierung beide Seiten der Preisbildung und stellt sich uns als die bewußte Kursbeeinflussung dar, die die Banken täglich durch Käufe, durch Aufnahme von Material, und durch Verkäufe, durch Abgabe von Material, bewirken. Die Banken beeinflussen durch die Intervention das natürliche Angebot und die natürliche Nachfrage an der Börse mit dem Erfolg, daß der auf Grund dieser

[15]) Weltwirtschaft 1930, Heft 4, S. 103.
[16]) Prion, a. a. O. S. 63.
[17]) Band 3, Artikel „Intervention", S. 403 ff.

Manipulationen zustandegekommene Kurs nicht der natürlichen Marktlage entspricht, sondern in diesem Sinn ein Kunstprodukt ist.

Im Hinblick auf das Thema schalten wir jedoch die Kurs-Regulierung aus einem zweifachen Grunde aus, da sie 1. kein besonderes historisches Interesse für die Nachkriegszeit in sich trägt und 2. keine besondere Konjunkturproblematik bietet, vielmehr ein Bestandteil des laufenden Effektengeschäfts der Banken ist. Dazu kommt, daß die Kursregulierung in vielen Fällen eine weitgehende Verwandtschaft mit der Prestige-Intervention aufweist, die wir aus anderen Gründen aus dem Kreis unserer Betrachtungen ausgeschaltet haben.

Gegenüber der eben behandelten täglichen Intervention, die, wie wir sehen, in ihrer kursregulierenden Funktion nachfrage- und angebotverstärkend wirken kann, sind die jetzt zu schildernden Interventionen bewußt einseitig ausgerichtet, sie wollen direkt nur die Nachfrageseite beeinflussen. Intervention kann also jetzt mit Kursstützung gleichgesetzt werden, wobei natürlich Verschiedenheiten (Zeitpunkt, Zweck, Motiv usw.), die sich aus der Eigenart der genannten Interventionen im einzelnen ergeben, bei der Behandlung berücksichtigt werden müssen.

Als erste soll die sogenannte (Jahres-) Ultimo-Intervention oder Bilanzhausse behandelt werden. Wir nennen sie aus dem Grunde saisonbedingt, weil sie mit einer gewissen Regelmäßigkeit an jedem Jahresultimo, also Ende Dezember, beobachtet werden kann. Wie schon oben erwähnt (vgl. S. 19), handelt es sich dabei um die Heraufsetzung der Kurse zum Bilanzstichtag, dem 31. Dezember. In vielen Fällen haben die Banken, es können naturgemäß ebenfalls auch Industrie- oder sonstige Unternehmungen sein, ein Interesse daran, die Kurse bestimmter Wertpapiere, die sie unter ihren Beteiligungen bilanziert haben, mit höheren Beträgen in die Bilanz einzusetzen. Die Kurse werden durch eine künstliche Hausse heraufgesetzt, wie es beispielsweise 1925 der Fall war:

„An der Jahreswende konnte sich an den Effektenmärkten eine freundlichere Stimmung durchsetzen. Die festere Haltung

ist in der Hauptsache auf Großbankkäufe zurückzuführen, die mit Rücksicht auf die Jahresbilanzen vorgenommen wurden."[18])

Die vorstehenden Ausführungen dürften klar gezeigt haben, daß auch die Bilanzhausse wegen der privatwirtschaftlichen Ziele, die mit ihr verfolgt werden, von uns weiter nicht berücksichtigt zu werden braucht, müssen wir doch die Bilanzhausse ebenfalls unter die Interventionen im weiteren Sinne einrangieren.[19])

Als konjunkturelle Erscheinung sollte die Emissions-Intervention angesehen werden, und zwar aus dem Grunde, weil Emissionen bekanntlich vor allem und in erster Linie in Zeiten des konjunkturellen Aufschwungs von den Banken vorgenommen werden.

Gegen Mitte der Depression, kann man im allgemeinen sagen, beginnt die Emissionsära der Festverzinslichen, während die jungen Aktienwerte vornehmlich in der Phase des Aufschwungs auf den Markt gebracht werden.

Einige Vorbemerkungen noch zu dieser Intervention! Die emittierende Bank, meist wird es ein Bankenkonsortium sein, hat aus sehr naheliegenden Gründen das größte Interesse, die neu herauskommenden Effekten zu möglichst hohen Kursen an das Publikum abzusetzen. In den meisten Fällen kleidet sich

[18]) M. d. W. 1926, S. 23, vgl. ferner M. d. W. 1927, S. 29, M. d. W. 1928, S. 31, und F. Z. 1. 1. 1925, M. d. W. 1930, S. 54, und F. Z. 9. 1. 1926 / 1. 1. 1927. wo die Erscheinung der Dezemberhausse ebenfalls beschrieben wird.

Daß die Banken in diesem Bestreben, die Kurse am Jahresende zu steigern, manchmal keine Grenzen kennen, beweisen die Vorgänge Ultimo Dezember 1925 in Frankfurt, wo die Banken, kann man sagen, mit aller Gewalt, aber unter möglichst geringen Opfern, die Kurse in die Höhe zu treiben versuchten, bis der Börsenvorstand diesem Treiben einen Riegel vorschob. M. d. W. 1926, S. 56.

[19]) Auf das Gefährliche solcher Interventions- oder „Scheinkurse" weist Prion mit Recht hin — a. a. O. S. 126. Vgl. dazu auch Max Wirth, Geschichte der Handelskrisen, S. 279, und ferner Johann Plenge. Die erste Anlagebank Essen 1921, S. 61 und insbesondere S. 73 ff., wo die Kursmanöver des französischen crédit mobilier, die Versuche, den Kurs der Portefeuille-Aktien in die Höhe zu treiben, eingehend geschildert sind.

ja die seitens der Bank vom sogenannten Emissionisten[20]) erfolgende Übernahme der Effekten in die Form des Kaufes, die kommissionsweise Übernahme ist weitaus seltener. In Konsequenz davon ist die Spanne zwischen dem sogenannten Übernahmekurs, d. h. dem Kurs, zu dem die Bank die betreffende Emission übernimmt und dem sog. Begebungskurs, das ist der Kurs, zu dem die Papiere dann später am Markt abgesetzt werden, der Gewinn der Bank. Diese Spanne möglichst groß zu gestalten, wird ihr höchstes Interesse sein.

Um dieses Ziel zu erreichen, wendet die emittierende Bank unter anderem[21]) auch das Mittel der Intervention an. Bei Begebung junger Aktien oder einer neuen Serie Schuldverschreibungen beispielsweise wird die Bank bestrebt sein, durch Aufkäufe den Kurs der alten Aktien oder Schuldverschreibungen möglichst unauffällig in die Höhe zu setzen, um dadurch höhere Emissionskurse, also auch höhere Gewinne zu erzielen. „Manipulierung des Marktes" hat man dies Verfahren genannt. Ein Beispiel: Anfang Dezember 1925 bot der Norddeutsche Lloyd seinen Aktionären 8 Millionen RM. junge Aktien an. Die Kurssteigerungen der alten Aktien in diesen

[20]) Vgl. dazu besonders E. Schmalenbach, Finanzierungen, 4. Aufl., Leipzig 1928, S. 301 ff.

[21]) Carl Otto Stünzner, a. a. O. S. 14.

Von anderen Mitteln, die die Banken bei dem Versuche, die Begebungskurse heraufzusetzen, anzuwenden pflegen, sei noch das oft gerügte Zurückhalten von Material genannt. Die Emissionsbank läßt nur einen geringen Betrag der jungen Wertpapiere an die Börse gelangen, verknappt auf diese Weise den Markt und bewirkt dadurch ein künstliches Mißverhältnis von Angebot und Nachfrage. Schmalenbachs Vorschlag (a. a. O. S. 320), daß die Zulassungsstelle eine Mindestsumme von Effekten, sog. Umsatzgarantie, vorschreiben soll, die am Tage der Einführung vom Emissionshaus zur Verfügung gestellt werden muß, ist deshalb durchaus zuzustimmen. Derartige Mißbräuche müssen in Zukunft verhindert werden.

Ein besonders krasses Beispiel dafür bot in jüngster Zeit die Einführung der Aktien der Vereinigten Stahlwerke am 23. August 1926. Bei einer kolossal zu nennenden Nachfrage (die F. Z. vom 23. August 1926 schätzte die Höhe der Bestensaufträge allein auf 1,9 Milliarden RM.), stellte das Konsortium nur ca. 30—40 Mill. RM. zur Verfügung. Sehr scharfe Repartierungen waren die Folge. Vgl. auch B. B. B. 23. Aug. 1926.

Tagen darf man in erster Linie der „Vorbereitung des Marktes“[22]) zugute halten, das Emissionskonsortium hatte umfangreiche Käufe getätigt.[23]) Hier bei der Emissions-Intervention wird es besonders deutlich, daß es sich um eine Intervention im weiteren Sinne handelt, treten doch die privatwirtschaftlichen Zwecke bei ihr sehr klar zutage.

Als strukturelle, mehr oder weniger einmalige Erscheinungen waren die Prestige- und die Fusions-Interventionen oben bezeichnet worden. Sie sollen im Folgenden kurz behandelt werden.

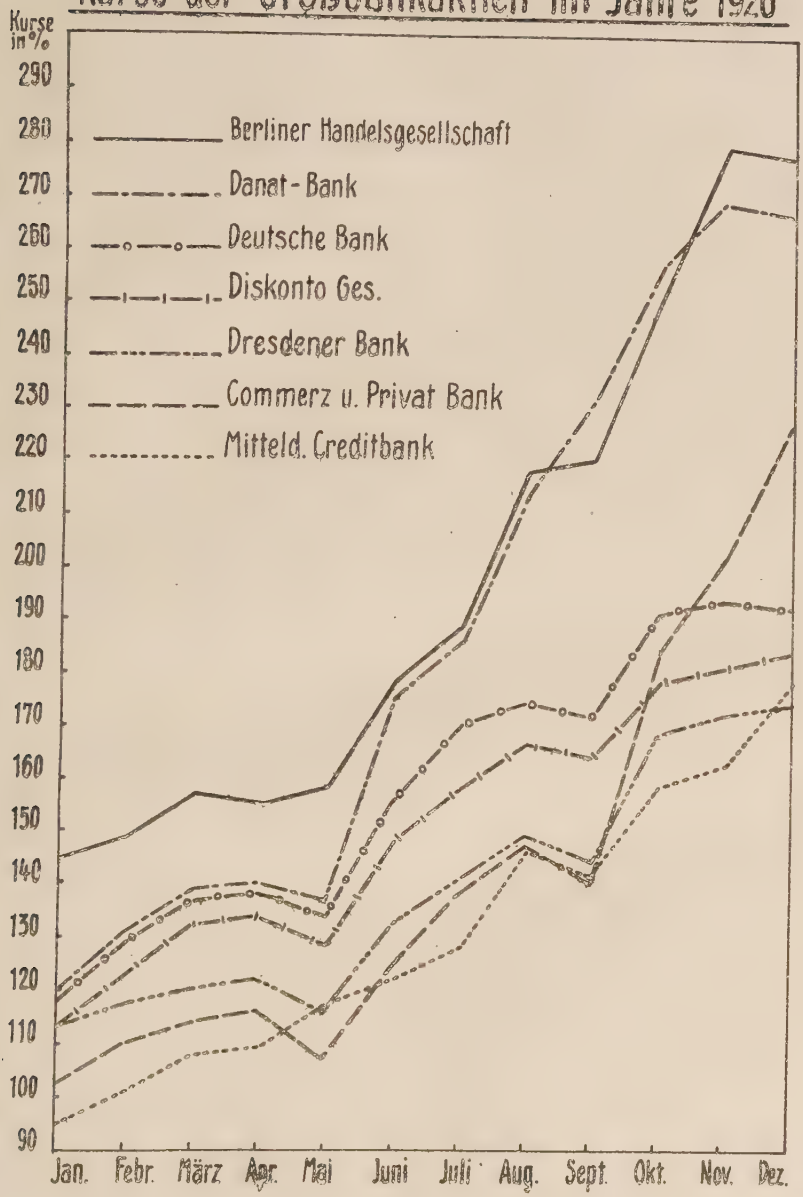
Prestige ist ein großes Wort im Bankwesen, spricht man doch von Prestige-Dividenden, Prestige-Kapitalziffern, Prestige-Reserven usw.

Wenn wir dem im Folgenden noch die Prestige-Intervention hinzufügen, so wollen wir darunter die Stützungskäufe verstehen, die die Banken am Markt ihrer eigenen Papiere oder an dem der von ihnen betreuten Industrie-Gesellschaften usw. aus Prestigegründen, d. h. um ihr oder das Ansehen ihrer Klientel in der Öffentlichkeit künstlich zu stärken, ins Werk setzen.

Zunächst zur Prestige-Intervention der Banken in eigenen Aktien! Es würde nicht weiter verwunderlich erscheinen, wenn man an der Börse konstatieren könnte, daß die Banken, die als Emissionshäuser den Wert einer gewissenhaften Kursregulierung am besten einschätzen dürften, bei der Kurspflege ihrer eigenen Aktien im Sinne der täglichen oder laufenden Inter-

[22]) M. d. W. 1925, S. 1495.

[23]) Schmalenbach (a. a. O. S. 320) hat u. E. mit Recht auf die Schädlichkeit dieses Verfahrens (hohe Emissionskurse, nach kurzer Zeit beträchtliche Rückgänge) hingewiesen, wenn er betont, daß „der größte Teil dieser Übelstände . . . auf die Gewohnheit des Emissionshauses zurückzuführen (ist), den Kurs längere Zeit künstlich zu stützen.“ Allerdings sind Publikum und Spekulation in den meisten Fällen mitschuldig daran. Die von dieser Seite oftmals zu beobachtende, z. T. geradezu unsinnig hoch zu nennende Nachfrage (vgl. die eben genannte Emission von den Vereinigten Stahlwerken) trägt natürlich nicht zum wenigsten dazu bei, die Kurse während der eigentlichen Emissionskampagne stark zu überhöhen.


Kurse der Großbankaktien im Jahre 1926
Kurse in %
290
280
270
260
250
240
230
220
210
200
190
180
170
160
150
140
130
120
110
100
90
Berliner Handelsgesellschaft
Danat-Bank
Deutsche Bank
Diskonto Ges.
Dresdener Bank
Commerz u. Privat Bank
Mitteld. Creditbank
Jan.
Febr.
März
Apr.
Mai
Juni
Juli
Aug.
Sept.
Okt.
Nov.
Dez.

vention besondere Sorgfalt[24]) zutage treten lassen. Die Banken tun aber zu gewissen Zeiten, wie wir sehen werden, bezüglich dieser „im eigenen Herrschaftsbereich vorgenommenen Kursregelungen", um mit der Frankfurter Zeitung (14. September 1929) zu sprechen, mehr als genug des Guten. Deutlicher als alle Zahlen dürfte die an dieser Stelle eingefügte graphische Darstellung sprechen. Man geht wohl kaum fehl in der Annahme, daß die Banken z. T. recht kräftig der Entwicklung nachgeholfen haben.

Dasselbe gilt von den Prestige-Interventionen, die die Banken für die Aktien verschiedener Industriezweige ins Werk gesetzt haben. Ein recht gutes Beispiel bietet in dieser Beziehung die deutsche Automobilindustrie[25])

Es kann keinem Zweifel unterliegen, daß auch die Prestige-Intervention, wie aus unseren Ausführungen klar hervorgegangen sein dürfte, zu den Interventionen im weiteren Sinne gerechnet werden muß. Die privatwirtschaftliche Zwecksetzung ist auch hier klar gegeben.

Schließlich ist noch die Fusions-Intervention[26]) zu behandeln. Diese Art der Intervention wird von den interessierten Banken dann ins Werk gesetzt, wenn die Börsenentwicklung dazu führt, daß die für eine Fusion festgesetzten Kurse unterschritten werden. Die Bank, die die Fusion oder den Umtausch vornimmt, hat aus naheliegenden Gründen das größte Interesse daran, daß die Kursrelation zwischen den beteiligten Gesell-

[24]) M. d. W. 1929, S. 1646. „Jedoch wurde am Bankaktienmarkt die Intervention sorgfältiger gehandhabt als am Industrieaktienmarkt, sodaß die Kurse verhältnismäßig stabil blieben." Vgl. dazu auch M. d. W. 1929, S. 1789.

[25]) Vgl. dazu B. T., 2. Februar 1929, Dr. Pinner, „Hoffnungslose Geschlechter", ferner M. d. W. 1927, S. 383: „Besonders interessant war die Entwicklung am Auto-Aktien-Markt. Hier wurde sehr kräftig interveniert, und zwar sowohl zunächst für Daimler . . . Energische Kursfürsorge zeigte sich auch bei Kleyer . . .., hier wie dort kam es zu einer Kurserhebung um mehr als 10 %."

[26]) „Das Interesse der Banken galt ferner den Papieren, bei denen eine Zusammenlegung oder ein Umtausch gegen andere Werte bevorsteht. Hier war man bemüht, den für die Zusammenlegung oder den Umtausch erwünschten Kurs zu halten." M. d. W. 1926, S. 1619.

schaften aufrechterhalten wird. Sie leitet in solchem Falle gleichsam eine Stabilisierungsaktion ein, hält das Kursniveau der beteiligten Gesellschaften auf dem Niveau, das als Basis für die Fusion oder den Umtausch vorher festgesetzt wurde. Die Fusions-Intervention können wir ebenfalls zu den Interventionen im weiteren Sinne rechnen. Im übrigen wollen wir jedoch bemerken, daß die Fusions-Intervention wie auch die Prestige-Intervention in besonderen Fällen ein Teil von Total-Interventionen wird und insofern auch volkswirtschaftliche Zwecksetzungen haben kann.

Wir haben jetzt begriffs- und themagemäß alle Arten von Interventionen bis auf die sogenannte Total-Intervention ausgeschaltet und bemerken am Schluß unserer einleitenden Ausführungen noch, daß es im Rahmen des Interventions-Phänomens in seiner Gesamtheit eigentlich praktisch nur zwei Hauptarten gibt, das ist einmal die sog. laufende Intervention oder Kursregulierung und zum andern die Total-Intervention. Was sonst noch an Interventionen existiert und in den vorstehenden Ausführungen behandelt worden ist, hat längst nicht dieselbe Bedeutung und ist auch, was besonders zu beachten ist, bei weitem nicht in dieser Häufigkeit anzutreffen, wie die beiden eben als Hauptarten charakterisierten Interventionen. Eine Ausnahme davon dürfte bis zu einem gewissen Grade die sogenannte Intervention zwecks Vorbereitung von Emissionen machen, deren Bedeutung allerdings keineswegs unterschätzt werden darf.

Die Total-Intervention — ihre Behandlung war letzten Endes ja auch der Sinn und Zweck der breiteren Behandlung der übrigen Interventionen — steht nun in bewußtem Gegensatz zu diesen.

Während es sich nämlich bei der Kursregulierung und ebenso bei der Bilanzhausse und nicht weniger bei der Intervention zwecks Vorbereitung von Emissionen sowie bei der Prestige- und Fusions-Intervention, stets nur um bestimmte Papiere handelt, deren Kurse die Banken beeinflussen, geht es bei der Total-Intervention um mehr. Diese Intervention gilt der ganzen Börse, sie beschränkt sich nicht auf diese oder jene

Werte, sie konzentriert ihr Interesse nicht auf einen bestimmten Markt oder einen bestimmten Komplex von Papieren, sondern ist universell ausgerichtet. Außerdem ist bei der Total-Intervention, wenigstens ihrem Anspruch nach, festzustellen, daß hier die privatwirtschaftlichen Interessen der stützenden Banken mit den volkswirtschaftlichen Interessen konform gehen, was bei den übrigen Interventionen, wie schon gezeigt wurde, keineswegs der Fall ist. Ein weiterer Unterschied besteht darin, daß es sich bei der täglichen Intervention, bei der Emissions-Intervention usw., im allgemeinen um Interventionen handelt, die von einzelnen Banken für eigene Rechnung durchgeführt werden. Das ergibt sich schon aus der Natur der Sache, die Kursregulierung wird nur die Bank ausüben, die an dem Markt des betreffenden Papieres ein bestimmtes Interesse hat, die Emissions-Intervention wird in erster Linie das Emissionshaus vornehmen usw. Dagegen ist typisch für die Total-Intervention die Konsortialbindung. Gerade der Teil, der sich mit der Geschichte der Banken-Interventionen beschäftigt, wird zeigen, daß die Banken, wenn die Börsenkurse in schärferem Umfange zurückgehen, sich im einzelnen zu schwach fühlen, um erfolgreich in die Kursbildung eingreifen zu können. Sie treten solidarisch am Markt auf, bilden eine geschlossene Phalanx, und dieses Eintreten aller Banken für denselben Zweck ist eine Notwendigkeit, wie unsere Betrachtung noch im einzelnen zeigen wird.

Der entscheidende Gegensatz zwischen den bisher behandelten Interventionen und der von uns genannten Total-Intervention läßt sich vielleicht am besten dadurch kennzeichnen, daß man der Total-Intervention die übrigen Interventionen als Partial-Interventionen gegenüberstellt. Bei der Partial-Intervention handelt es sich um ein einzelnes bestimmtes Papier, das von einer einzelnen oder mehreren Banken gestützt wird. Dagegen will die Total-Intervention zum mindesten der Tendenz nach die ganze Börse stützen, ihre Bemühungen gelten dem Markt in seiner Gesamtheit. Es kommt also nicht darauf an, wer die Intervention durchführt. So ist es z. B. durchaus denkbar, daß

die Partial-Intervention, die, wie wir betonten, einem einzelnen Papier gilt, von einem Konsortium durchgeführt werden kann, während es auf der anderen Seite ebensogut möglich ist, daß eine einzelne Bank[27]) Stützungskäufe durchführt, die die Hebung des gesamten Kursniveaus zum Ziele haben.

Das unterscheidende Merkmal liegt also beim Objekt der Intervention. In dem ersten Falle, wo es sich um eine Partial-Intervention handelt, konzentriert sich das Interesse der stützenden Bank bzw. Banken auf ein einzelnes Papier, während bei der Total-Intervention die Maßnahmen dem Markt in seiner Gesamtheit zugute kommen sollen. Aus dieser Zielsetzung der Total-Intervention ergibt sich aber mit Notwendigkeit, daß aus Zweckmäßigkeitsgründen (erleichterte Durchführung und Kapitalaufbringung sowie stärkere Risikoverteilung) die Vornahme einer solchen universell ausgerichteten Stützungsaktion einer Mehrzahl von Banken übertragen wird.

Und so wollen wir unter Total-Intervention alle marktpolitischen Eingriffe verstehen, die die Banken meist mittels geschlossenen Vorgehens (Konsortialbindung usw.) an der Börse vornehmen, um das Kursniveau in seiner Gesamtheit zu beeinflussen.

§ 2.

Charakteristische Beispiele aus der Geschichte der Banken-Interventionen.

Bevor auf die Dinge im einzelnen eingegangen wird, dürfte es an dieser Stelle nicht unangebracht sein, in den Schoß der Geschichte[28]) hinabzusteigen und die Börsenkrisen vergangener Zeiten auf die uns interessierenden Merkmale hin zu untersuchen. Als erstes gewinnen wir bei Anwendung dieser

[27]) Vgl. die Bemühungen der Danatbank im Frühjahr 1930, durch Interventionen der Börse neues Leben einzuhauchen.

[28]) Vgl. zu diesem Abschnitt vor allem Spiethoff, Artikel Krisen im H. W. B. d. St. W. 6. Bd.

„historischen" Methode die Erkenntnis, daß die Bankenintervention nur ein Mittel unter diesen künstlichen Heilungsversuchen darstellt. Man denke z. B. an die Eingriffe des Staates, die besonders in den Fällen, wo die Börsenkrise von einer Geldkrise begleitet war, häufig in einer Suspension der Bankakte bestanden haben. (Bestes Beispiel hierfür bietet wohl die Bank von England, die auf Grund ihres unelastischen Notendeckungssystems auch am häufigsten von diesem keineswegs unbedenklichen Mittel Gebrauch gemacht hat.)

Der Staat hat es darüber hinaus in besonders kritischen Zeiten für nötig befunden, auch unmittelbare Hilfe gefährdeten Firmen zuteil werden zu lassen. So geschah es 1881 in Frankreich, wo „die Bank von Frankreich der bedrängten Börse durch Diskontierung von Finanztratten der bedrohten Firmen untereinander und weitgehender Lombardierung von allen möglichen Effekten"[29]) half, ähnlich war es 1924 in Österreich[30]), wo die Nationalbank die Privatbanken in ihrer Interventionstätigkeit durch Gewährung von größeren Krediten unterstützt hat. Der Österreichische Volkswirt[31]) schrieb damals zu dieser Frage, ob Staatsintervention oder nicht, folgenden beachtenswerten Satz:

„In Krisenzeiten hat man die strengen Gesetze der Bankpolitik jedesmal suspendiert und, ohne daß man viel um die Theorie gefragt hat, zunächst geholfen".

Neben dem Staat sind noch die Börsenorgane zu nennen, die durch Maßnahmen, wie Streichung der Kurse (im Falle größerer Kursverluste von einem Tag zum andern), Verkürzung der Vor- bzw. Nachbörsenzeit oder energisches Einschreiten gegen das Ausstreuen von beunruhigenden frei erfundenen

[29]) Plutusbriefe Juni 1927, S. 185.

[30]) Österreichischer Volkswirt 1924, S. 908. Es ließen sich noch viele Beispiele für diese Unterstützungstätigkeit des Staates anläßlich von Krisen anführen. Um auch Deutschland zu erwähnen, so sei an die Stinnesaffäre im Juni 1925 erinnert, wo die Reichsbank den intervenierenden Banken durch Erhöhung der Wechselkontingente (Diskontkredit) half. M. d. W. 1925, S. 719.

[31]) Österreichischer Volkswirt am selben Ort.

Nachrichten der Börse helfen wollen. Allzu große Wirkung ist diesen Aktionen allerdings nicht beizumessen.

Ein anderes Mittel, das ohne Zweifel das radikalste in seiner Art darstellt, besteht darin, die Börse auf kürzere oder längere Zeit gänzlich zu schließen, um durch diese Unterbrechung des Börsenverkehrs eine Atempause zu gewinnen, in der alles, was am Börsengeschäft irgendwie beteiligt ist, seine Nerven wiederfinden soll.

Bezeichnend für die Intervention von privater Seite ist die Gründung von Banken-Konsortien, die eben durch Zusammenfassung der Einzelkräfte größere Stoßkraft erlangen wollen, um sich desto erfolgreicher gegen den Verkaufsandrang an der Börse durchsetzen zu können. In der Geschichte der Börsenkrisen tritt uns diese Hilfsbereitschaft der Bankwelt immer wieder entgegen. Ja, man kann fast die Behauptung aufstellen:

Solange es Börsenkrisen gibt, solange hat es auch schon Interventionen gegeben. Im Unterschiede zu heute fehlt den Interventionen von damals in erster Linie das geschlossene Auftreten der Bankwelt, das wir heute bei derartigen Anlässen immer wieder beobachten können.

Wenn im Folgenden einige charakteristische Beispiele aus der Geschichte der Banken-Interventionen am Effektenmarkt kurz skizziert werden, so geschieht das, ohne damit irgendwie Anspruch auf Vollständigkeit erheben zu wollen. Denn eine umfassendere Darstellung dieser Dinge würde den Rahmen der vorliegenden Arbeit sprengen.

Daß die Banken schon frühzeitig ihre Krisenmission erkannt haben, beweisen die Vorgänge während der schweren Warenhandels- und Effektenüberspekulations-Krise[32]) von 1857, wo die Darmstädter Bank, der A. Schaaffhausensche Bankverein und die Berliner Handels-Gesellschaft in Form der Total-Intervention helfend der Börse beisprangen. Die Darmstädter Bank

[32]) Vgl. wiederum Spiethoff. Artikel Krisen im H. W. B. d. St. W. 6. Bd. S. 51.

tut dessen in ihrem Geschäftsbericht vom selben Jahre Erwähnung, indem sie ausführt, sie sei bestrebt gewesen, „durch Zurückhaltung von industriellen Gründungen und durch angemessene Interventionen an der Börse erleichternd und mildernd zu wirken“[33]).

Das erste Interventions-Konsortium dürfte in Deutschland medio Juli 1870 bezeichnenderweise in Frankfurt a. M. gegründet worden sein. Wir erinnern uns, daß die von Bismarck sehr scharf gehaltene Emser Depesche am 13. Juli in die Welt geschickt wurde, so daß also am 14. Juli der Wortlaut dieses Telegramms, das einer Kriegserklärung gleichkam, innerhalb Deutschlands allgemein bekannt wurde. An der Börse lösten diese Vorgänge naturgemäß eine Panik aus, so daß die Banken in Frankfurt, das ja damals noch die erste Stelle unter den deutschen Börsen innehatte, sich zu einer „Vereinigung zur Erleichterung von Börsentransaktionen“[34]) zusammenschlossen und eine Total-Intervention ins Werk setzten. Besonderes Lob wird in dem Bericht der Handelskammer der Frankfurter Bank gezollt, die durch „energische Unterstützung, welche die Bank dem Platz angedeihen ließ . . . ., sich die größten Verdienste erwarb.“[35]) Hier handelte es sich also um politische Momente, die die Börsenkrise auslösten.

Auf den Krieg 1870/71 folgte die „Gründerzeit“, die ihre schlimmsten Übertreibungen unstreitig in Wien zeitigte. Kein Wunder, daß das auf Überspekulation und Börsenschwindel aufgebaute Kursgebäude auch hier zuerst zusammenbrach. Am 8. Mai 1873 erlebte Wien seinen schwarzen Freitag. Nicht weniger als 78 Insolvenzen wurden an diesem Tage bekannt[36]), die Bankakte wurde suspendiert, die Börse am nächsten Tage geschlossen. Es wurden aber auch mehrere Bankenkonsortien gebildet, die durch Kredite an schwache Firmen und Prolon-

[33]) J. Rießer, a. a. O. S. 69.

[34]) Geschichte der Handelskammer zu Frankfurt a. M. 1707 bis 1908, S. 1149.

[35]) Ebendort, S. 1149.

[36]) Ebendort, S. 1154. Vgl. dazu auch Spiethoff, a. a. O. S. 53.

gationen von Effektenengagements die Deroute zu mildern suchten und unzweifelhaft auch gemildert haben.[37])

Aus mehreren Gründen sind für unsere Betrachtung die Geschehnisse in Paris anläßlich des Zusammenbruchs der „Union Générale" im Jahre 1882 interessant. Bontoux, der Gründer dieses Unternehmens, hatte durch maßlose Kurstreiberei in eigenen Aktien und Stützungskäufe in größtem Umfange, also durch Prestige-Interventionen, wie wir es nannten, die Kurse der Bank bis auf 3600 Fr. pro Aktie gesteigert. Dieses Vabanque-Spiel konnte natürlich nur solange dauern, wie er Mittel hatte, die Baisse-Spekulation, die in Rothschild ihren mächtigsten Exponenten hatte, matt zu setzen. Anfang 1882 war Bontoux am Ende; die Kurse der „Union Générale" fielen von 2800 Fr. pro Stück am 2. Januar 1882 über 1000 Fr. am 21. Januar auf 400 Fr. am 1. Februar 1882.[38]) In welchem Umfange der geniale Hasardeur Bontoux dies Börsenspiel in eigenen Aktien betrieben hat, geht mit Deutlichkeit daraus hervor, daß die „Union Générale" „allein am Ultimo Januar für den Ankauf eigener Aktien über 100 Millionen Fr. Börsendifferenzen zu bezahlen und überdies nicht weniger als 60 000 Stück ihrer eigenen Aktien im Depot hatte."[39])

Rothschild[40]), der bis dahin sein ganzes Sinnen und Trachten auf den Sturz Bontoux' abgestellt hatte, änderte diese Taktik in dem Augenblick, wo er sein Ziel erreicht hatte. Jetzt, nachdem der Gegner niedergerungen war, tat er alles, um die große Erschütterung, die der Zusammenbruch der Union Générale in Paris und noch mehr in Lyon, darüber hinaus aber auch in Wien, London und Berlin angerichtet hatte, so gut es möglich war, zu mildern. Und es muß hier

[37]) Plutusbriefe 1927, S. 176.

[38]) Geschichte der Handelskammer. S. 183.

[39]) Plutusbriefe 1927. S. 183.

[40]) Der gigantische Kampf zwischen Rothschild (Gundermann) und Bontoux (Saccard), ein Ringen zwischen jüdischem und christlichem Kapital, ist wohl nirgends packender dargestellt, als in Zolas „l'argent."

betont werden, daß die Beruhigung, die damals schon nach verhältnismäßig kurzer Zeit an den internationalen Börsen eintrat, in der Hauptsache auf diese seine Interventionstätigkeit, die in Form der Total-Intervention vor sich ging, zurückgeführt werden kann. Die Summen, die Rothschild damals dem Markt zur Verfügung stellte bzw. zur Stützung der Kurse verwandte, müssen enorm gewesen sein und insonderheit für die damalige Zeit gewaltige Ausmaße angenommen haben, denn bei einem Objekt von derartigem Umfange — wurden doch die Kursverluste schon bis Ende Januar 1882 auf ca. 5 Milliarden Fr. geschätzt[41]) — muß auch der Fonds für Interventionen, falls diese Erfolg haben sollten, dementsprechend groß gewesen sein.

Mehr in die Reihe der Unternehmungsinterventionen sind die riesigen Anstrengungen zu rechnen, die englische Banken 1890 anläßlich der Baringkrise in London, deutsche Banken während der Jahre 1900/01 anläßlich des Hypothekenbankkrachs machten, um die allgemeine Vertrauenskrise, die gerade, wenn es sich um Fallissements von Bankunternehmungen handelt, in den gefürchteten Runs auf die Depositenbanken sich äußert und auf diese Weise leicht noch mehr Institute in die Katastrophe hineinziehen kann, zu beheben. Diese krisenmildernden Bemühungen der Banken beschränkten sich damals allerdings nicht nur auf die Stützung der gefährdeten Institute, sondern — das gilt mit in erster Linie für den Zusammenbruch zahlreicher Hypothekenbanken 1900 in Deutschland — kamen durch groß angelegte Interventionen am Pfandbriefmarkt (Total-Interventionen) der Börse auch direkt zugute.

Von diesen Ereignissen konnten sich die Effektenkurse erst mit der Jahreswende 1901/02 wieder erholen und erlebten dann eine fast ununterbrochene Aufwärtsbewegung bis zum Jahre 1906. Schon zu diesen Zeiten traten als Vorboten der Geldkrisis von 1907/08 Unsicherheit und Nervosität an den Effektenbörsen auf.

[41]) Plutusbriefe Juni 1927. S. 183.

Bekanntlich nahm die damalige Krisis ihren Ausgangspunkt von den Vereinigten Staaten von Amerika, und zwar erlebte New-York den ersten schärferen Kursrückgang im März 1907, wo führende Werte bis ca. 25 % vom ausmachenden Betrag verloren.[42])

„Die Auslösung der Krise kam jedoch erst im Oktober, als der Kupferpreis, der von 17 Cent Anfang 1906 auf 26½ Cent im Frühjahr 1907 hinaufmanipuliert war, auf 18 Cent zurückfiel. Die Panik war allgemein.“[43])

Europa wurde in den Strudel der Newyorker Ereignisse zu recht beträchtlichem Teile mit hineingerissen. Denn die amerikanischen Banken wußten sich nicht anders gegen die Runs auf ihre Kassen zu wehren, als daß sie den Kontinent mit großen Summen beanspruchten (allein im November 1907 betrugen die Goldabzüge der Vereinigten Staaten von seiten Europas ca. 63 Millionen Dollar.[44])

Auch Deutschland litt nicht wenig unter dieser Geldknappheit, die immer bedrohlichere Formen annahm und ihren deutlichsten Ausdruck in den Diskonterhöhungen der Reichsbank auf 6½ und schließlich gar 7½ % fand. Die privaten Banken setzten ebenfalls ihre ganze Kraft ein, um die Gefahren, die der Gesamtheit durch diese Ausstrahlungen der Newyorker Ereignisse drohten, gänzlich abzuwenden oder doch erheblich zu verringern. Sie halfen durch Kredite und durch Total-Interventionen, und mit Recht weist Schulze-Gaewernitz darauf hin, daß die „Depression von 1907/08 doch wohl dank zielbewußten Bankeneingriffs nicht zur Krise ausartete.“[45])

Zuspitzung der politischen Verhältnisse verlangte in den letzten Jahren vor Beginn des großen Krieges des öfteren erhöhte Wachsamkeit von den Banken. So war es während der

[42]) Deutsche Wirtschaftszeitung, Januar 1930.

[43]) Deutsche Wirtschaftszeitung, Januar 1930.

[44]) H. Schumacher, Die Geldkrisis von 1907, zitiert nach Plutusbriefe 1927, S. 181.

[45]) a. a. O. S. 147.

Marokko-Krise 1911 und nicht weniger zu Beginn des Balkankrieges 1912/13, um nur das Wichtigste zu nennen.

Schulze-Gaevernitz[46]) schreibt treffend:

„Die Marokkotage beleuchteten blitzartig die Schwäche unserer Stellung, zwar retteten die Banken damals die Effektenspekulation — im eigenen Interesse —, weil sie bei zusammenbrechenden Kursen ihre eigenen Effekten hätten aufnehmen müssen. Dagegen kamen sie zu weitgehenden Krediteinschränkungen, welche in Handel und Industrie zahlreiche Zusammenbrüche zur Folge hatten."

Eine der Hauptursachen dieser „Schwäche" unserer Kreditbanken waren ja damals die starken Geldabziehungen Frankreichs. 1911 gestaltete sich die Situation ähnlich wie im Frühjahr 1929 während der Pariser Konferenz.[47]) Die französischen Banken kündigten in dem Augenblick, wo die politischen Spannungen zwischen beiden Ländern nach außen verschärft in Erscheinung traten, ihre recht beträchtlichen Guthaben in Deutschland und zwangen damit unsere Großbanken zwecks Aufrechterhaltung ihrer Liquidität zu den erwähnten Kreditrestriktionen.

Wenn man auch in den ganzen letzten Jahren vor 1914 in der Politik nicht mehr zur Ruhe gekommen und mehrere Male schon die letzte Entscheidung durch die Waffen unvermeidlich erschienen war und nur noch durch Nachgiebigkeit von dieser oder jener Seite auf einige Zeit vertagt wurde, so rief trotz aller dieser Vorboten das Faktum des Kriegsausbruches allgemein eine katastrophale Unruhe hervor. Die letzten Börsentage im Juli 1914 lehrten, daß es eine Unmöglichkeit darstellte, dem Effektenmarkt noch weiterhin seine preisbildende Funktion zu überlassen, da er gar nicht mehr imstande

[46]) a. a. O. S. 177.

[47]) Vgl. dazu Julius Landmann im Archiv f. Soz. Wiss. und Sozialpolitik 63. Bd. 1930, S. 1 ff., wo L. nachweist, daß sowohl 1911 wie 1929 neben den Rückzügen kurzfristiger französischer Guthaben noch eine Reihe anderer Momente (nicht rechtzeitige Diskonterhöhung der Reichsbank, zur Unzeit auftretende Kreditbedürfnisse des Reichs usw.) eine keineswegs unerhebliche Rolle bei diesen Vorgängen gespielt hat.

war, diese genannte Funktion zu erfüllen. Ein furchtbarer Verkaufsandrang setzte ein, die Banken bildeten zwar mehrere Aufnahmekonsortien und setzten eine Total-Intervention ins Werk, aber diese Maßnahmen hätten kaum Erfolg gehabt, wenn man nicht mit anderen viel radikaleren Mitteln in den Börsenmechanismus eingegriffen hätte.

Ein Beschluß des Börsenvorstandes[48]) verdient in diesem Zusammenhang besondere Beachtung. Er verfügte, daß die Liquidationskurse schon vier Tage früher, und zwar an Stelle des 29. Juli schon auf der Basis der Kurse vom 25. Juli festgesetzt wurden. Damit erreichte man, daß die Differenzen in verhältnismäßig engen Grenzen sich bewegten, da die Rückgänge bis zum 25. Juli noch relativ gering zu nennen waren. Wenige Tage später unternahm der Börsenvorstand weitere Schritte. So setzte er einmal fest, daß die Kursnotizen der Papiere, bei denen ein größerer Rückgang zu erwarten war, eingestellt wurden, fernerhin wurde am 29. Juli beschlossen:

„Eine Notierung von Terminkursen in Wertpapieren findet bis auf weiteres nicht statt."

Vom 31. Juli ab wurden auch keine Kassakurse mehr festgestellt und am 5. August die Börse „vorläufig" geschlossen, wie es in der Bekanntmachung hieß.

Bei voller Würdigung dieser zum Teil recht einschneidenden Maßnahmen des Börsenvorstandes wird man sich zu dem Standpunkt bekennen müssen, daß die Interventions-Tätigkeit der „Haute Finance" ohne die Assistenz von dieser Seite zum mindesten ziemlich erfolglos geblieben wäre. Und, wenn Klebba[49]) schreibt: „Nur durch die Interventions-Tätigkeit der Banken wurde ermöglicht, daß die Ultimopapiere überhaupt notiert werden konnten", so ist das nur mit den eben gemachten Einschränkungen richtig. Ohne die Streichung und Aussetzung der Kurse, ohne die Schließung der Börse dürften

[48]) Vgl. hierzu und für das Folgende: Walter Klebba, Börse und Effektenhandel im Kriege, Berlin 1920, S. 4 ff.

[49]) Derselbe a. a. O. S. 5.

auch kaum 20 Mill. RM.[50]) genügt haben, um dem Effektenmarkt eine Stütze zu bieten, denn so hoch schätzt man die Interventionsbestände nur. Diese Summe scheint noch besonders gering im Vergleich zu 1918, wo die Käufe der Banken beinahe mit dem vierfachen Betrag, nämlich 75 Mill. RM., beziffert wurden.

Das Ende des Krieges bescherte der Börse ähnliche Verhältnisse wie der Beginn, den wir ja eben mit wenigen Strichen gezeichnet haben. Schon im September 1918 begann das Kursgebäude zu wanken, und die Banken griffen zunächst jede für sich, dann geschlossen in Form eines Konsortiums ein, um den Kursrückgang durch eine Total-Intervention aufzuhalten.

„Die Bank"[51]) wies damals mit Recht auf die Aussichtslosigkeit eines solchen Unternehmens hin, indem sie betonte:

„Jeder Versuch, die Wirkungen einer nationalen Katastrophe durch individuelle Maßnahmen von sich abzuwenden oder auch nur zu mildern, würde zwecklos sein."

Die Rückflüsse von Effekten waren auch weiterhin enorm, deshalb kamen die Banken, nachdem die ersten Versuche so gut wie ergebnislos verlaufen waren, einige Tage später darin überein, alles Material, was bei ihnen zum Verkauf aufgegeben wurde, selbst zu übernehmen, also die Verkaufsorders gar nicht erst an die Börse gelangen zu lassen. Daß alles dies so gut wie nichts fruchtete, beweist der Beschluß des Börsenvorstandes, die Berliner Börse vom 7. bis 14. November zu schließen.[52])

„Der große, Ende September beginnende und Anfang Dezember 1918 endigende Kurssturz war zu gewaltig und zu intensiv, als daß er durch Interventionen sich hätte aufhalten lassen. Wohl fanden solche in großem Maße statt, sie konnten die Situation aber nicht mehr retten."[53])

[50]) B. B. B. 17. Juli 1915.
[51]) 1918, S. 805.
[52]) F. Kronenberger, a. a. O. S. 20.
[53]) Ebendort, a. a. O. S. 34/35.

Zweiter Hauptteil.

§ 3.

Die Technik der Banken-Intervention. (Die Mittel.)

Nach diesem Ausflug in die Geschichte der Bankeninterventionen wenden wir uns jetzt der Betrachtung der Mittel der Banken-Interventionen zu.

In Parallele zur Diskontpolitik der Zentralnotenbank[54]) ist im Folgenden zwischen großen und kleinen Mitteln der Banken-Interventionen unterschieden worden. Diese Charakterisierung darf allerdings nicht zu der Annahme verleiten, daß die sog. kleinen Mittel quasi bedeutungslos sind oder doch hinter den erstgenannten recht erheblich an Bedeutung zurückstehen; es wird vielmehr noch im einzelnen zu zeigen sein, daß neben der eigentlichen Aufnahme von Material von den Banken sehr wohl noch mit anderen Mitteln erfolgreich in den Börsenmechanismus eingegriffen werden kann. Mit dem alten Irrtum, daß die Intervention in nichts anderem als in der Aufnahme von Material seitens der Banken besteht, muß jedenfalls endlich einmal aufgeräumt werden. Man wird nämlich immer wieder finden können, daß Laien, aber auch vielfach der Börse näherstehende Kreise, wenn sie von Interventionen sprechen, nur die sog. Stützungskäufe im Auge haben, obwohl diese Auffassung, wie wir noch im einzelnen sehen werden, viel zu eng ist.

[54]) Vgl. Enquete über die Reichsbank, wo von wesentlichen und ergänzenden Mitteln gesprochen wird; ferner Bankwissenschaft 1928, S. 529, K. Mellerovicz, „Open market operations".

1. Die großen Mittel.

a) Die Aufnahme von Effekten.

Man kann dieser Ansicht insofern allerdings eine gewisse Berechtigung nicht absprechen, als die Aufnahme von zum Kauf angebotenen Effekten ja tatsächlich das Hauptmittel der Banken bei Vornahme von Interventionen darstellt. Es vermag insonderheit deshalb so nachteilige Wirkung auszuüben, weil es sich dabei um eine Kursmanipulation handelt, die unmittelbar auf die Börse zurückwirkt, während alles, was darüber hinaus an Eingriffen von den Banken vorgenommen wird. dieser direkten Einflußnahme entbehrt.

Ein Unterschied ist bei dieser Art der Interventionen noch insofern zu machen, als es sich um Aufnahme des an den Markt kommenden Materials an der Börse oder schon intern in den Börsenbüros der Banken handelt. Das Erste dürfte klar sein, die stützenden Banken erteilen Kaufaufträge am Markt. Wir haben es mit dem gewöhnlichen Eigenhandelsgeschäft der Banken zu tun, nur daß die Käufe in diesem Fall die Konsolidierung des Marktes zum Ziel haben.

Während aber bei der Intervention an der Börse, die wir öffentliche Intervention nennen wollen, schon eher ein Urteil über die Ausmaße der vorgenannten Käufe abgegeben werden kann (wenn auch keinesfalls von exakter Genauigkeit), dürfte das bei der sog. „internen" Intervention nahezu eine Unmöglichkeit darstellen. Bei dieser Intervention übernimmt die Bank die seitens ihrer Kundschaft zum Verkauf gelangenden Effekten für eigene Rechnung im Wege des Selbsteintritts. ohne sie an die Börse gelangen zu lassen. Die interne Stützung[55]) dringt damit überhaupt nicht in die Öffentlichkeit, fungiert doch die einzelne Bank dann als direkte Auffangstelle.

[55]) M. d. W. 14. Oktober 1929. — Vgl. dazu auch M. d. W. 1929, S. 1579: „In welchem Ausmaße Interventionen erfolgt sind, läßt sich schwer beurteilen, denn jene Interventionen, welche an der Börse beobachtet werden können, stellen natürlich nur einen Teil und wahrscheinlich den kleineren Teil der Gesamtinterventionen dar. Wichtiger ist, was die Banken intern an Kundschaftseffekten abgefangen haben bzw. welche Posten sie zwecks Vermeidung von Exekutionen direkt übernommen haben."

b) Die Schaffung von Hilfsfonds.

Die zweite Maßnahme, die wir zu den großen Mitteln der Intervention rechnen wollen, ist die Schaffung von Hilfsfonds. Die Banken stellen Firmen, die durch die Kursrückgänge in ihrer Existenz bedroht sind, Kredite zur Verfügung, mittels derer Engagements durchgehalten und Differenzen bezahlt werden können. Man erreicht dadurch, daß Positionslösungen, die das Kursniveau noch weiter erschüttern würden, vermieden werden.

Dieser Interventionsmethode, die also in Gewährung von Hilfsgeldern an schwache Firmen besteht und gewissermaßen ein Mittelding zwischen Stützung von Effektenkursen und Stützung von Unternehmungen darstellt, also zwischen Total-Intervention und Produktions- bzw. Unternehmungs-Intervention, ist vor der eben behandelten Intervention, die ja in der Aufnahme von Wertpapieren bestand, insofern ein Vorzug zu geben, als sie eine im einzelnen Fall individuelle Behandlung zuläßt. Denn man kann hier sehr gut einen Unterschied zwischen solchen Firmen machen, die durch eigene Schuld ins Unglück gekommen sind und anderen, die die Entwicklung an der Börse ohne ihr Zutun in solche mißliche Lage gebracht hat. Sind z. B. Überspekulationen[56]), Effektenengagements, die in ihrer Höhe in keinem Verhältnis zur Größe des betreffenden Bankhauses standen, Ursache der Schwierigkeiten dieser Bank, so hieße es noch eine Prämie auf den Leichtsinn solcher Bankleiter zahlen, wenn man sie hinterher durch Kredite unterstützen würde. In vielen Fällen wird der unten zitierte Vorschlag von Max Wirth „Heilung der Krise durch Liquidation" allerdings in praxi undurchführbar sein, weil man, insbesondere, wenn es sich bei derartigen Bankenengagements um große Objekte handelt, es nicht zum Zusammenbruch kommen lassen darf aus dem einfachen Grunde, weil das Mißtrauen, das ein größerer Krach noch dazu im

[56]) „In dem Fall, wo die Spekulation sich trotz aller Warnungen ins Maßlose überstürzte, möge man sie auch die Folgen ihrer Handlungen tragen und die Krisis einfach durch Liquidation ausheilen lassen." Max Wirth, Geschichte der Handelskrisen, Frankfurt 1890, S. 13.

Bereiche des Bankwesens hervorzurufen pflegt, in solchen Zeiten unter allen Umständen vermieden werden muß.

Ob man die auf Seite 26 erwähnte „Vereinigung zur Erleichterung von Börsentransaktionen", die sich medio Juli 1870 in Frankfurt a. M. gebildet hatte, hierher rechnen darf, mag dahingestellt bleiben. Auf alle Fälle gehört aber in diesen Rahmen die Hilfe, die die Bank von Frankreich 1881 der Börse und den in Schwierigkeit geratenen Firmen angedeihen ließ.[57]) Bemerkenswert ist in diesem Zusammenhange aber vor allem die große Bankenintervention vom Jahre 1924 in Österreich. Damals stellte das dortige aus den ersten Banken bestehende Stützungskonsortium den bedrohten Instituten (es handelte sich in allererster Linie um Bankenunternehmungen) einen Fonds von 20 Milliarden (Papier) Kronen[58]) zur Verfügung, vermittels dessen Positionen schwacher Firmen übernommen wurden. Außerdem wurden aus diesem Fonds ungedeckte Differenzen beglichen. Der Zweck dieser Maßnahmen ist vor allem darin zu suchen, daß man weitere Exekutionen, die das Kursniveau zwangsläufig unter Druck setzen, verhindern will. In ähnlicher Weise wie in Österreich gründeten die Großbanken und größeren Bankfirmen Ende Mai 1924 in Hamburg[59]) ein Konsortium zur Stützung schwacher Bankfirmen. „Mehrere 100 000 Pfund" wurden damals aufgebracht, und man bezweckte mit dieser Aktion in erster Linie, der Börse Hilfe zu bringen.

Es erscheint beinahe überflüssig, darauf hinzuweisen, daß solche Fonds nachhaltige Hilfe nur bringen können, wenn sie mit den nötigen Mitteln ausgestattet sind. Insbesondere in dem eben angeführten Fall Österreich handelte es sich um eine Börsenkatastrophe von derartigen Ausmaßen[60]), daß es den Banken nur unter den allergrößten Anstrengungen gelang, den völligen Zusammenbruch der Börse zu verhindern.

[57]) Plutusbriefe 1927, S. 185, vgl. außerdem S. 24 unserer Ausführungen.

[58]) Österreich. Volkswirt 1924, S. 876.

[59]) B. B. C. 28. Mai 1924.

[60]) „Daß die Börsenkrise eine sehr ernste Sache ist, ernster als Krisen früherer Zeit, darüber ist gar kein Zweifel." Österreich. Volksw. 1924, S. 875.

2. Die kleinen Mittel.

a) Maßnahmen zur Stärkung der Hausse-Spekulation.

Wenn wir jetzt zu den sog. kleinen Mitteln der Intervention (Maßnahmen zugunsten der Haussiers bzw. gegen die Baissiers usw.) übergehen wollen, so ist es vorerst notwendig, sich über die Rolle der Spekulation im allgemeinen klar zu werden.

Das Hauptbetätigungsfeld der Spekulation ist das Termingeschäft, das Prion[61]) mit Recht „das vollkommenste Werkzeug der Spekulation" genannt hat. Der Terminhandel macht es möglich, daß man ohne größere eigene Kapitalien spekulieren kann, er macht es fernerhin möglich, und das dürfte das Entscheidende sein, „daß man nicht nur in Erwartung steigender Preise auf Spekulation kaufen kann, um später teurer zu verkaufen, sondern auch in Erwartung sinkender Preise verkaufen kann, um später billiger einzukaufen."[62])

Mit anderen Worten, durch den Terminhandel wird erst der Blankoverkauf ermöglicht, der den Baissier in den Stand setzt, Papiere zu verkaufen, die er gar nicht besitzt.[63])

Die Spekulation — und hier ergibt sich der Übergang zu unserem Thema — arbeitet nun, das gilt heute mehr denn je, mit fremdem Kapital, mit Bankkredit. Das ist in gewissem Sinne eine Notwendigkeit, wenn man sich vor Augen hält, daß die prozentualen Gewinne, die die Spekulation an der Börse macht, im allgemeinen so geringfügig sind, daß nur bei großen Umsätzen mit einigermaßener Rentabilität gerechnet werden kann. Die Gefahr, die in dieser Verquickung von Spekulation und Bankkredit liegt, ist nicht von der Hand zu

[61]) H. W. B. d. St. W. 2. Bd. S. 1058.

[62]) Max Weber, Die Börse, S. 297.

[63]) Vgl. dazu den schönen Börsenvers:
„Der Fixer ist bei Gott beliebt,
Weil er nichts hat und doch was gibt."

weisen. Der Spekulant gerät in eine gewisse Abhängigkeit[64]) von der Bank, die ihm den Kredit eingeräumt hat. Durch Kreditkündigungen kann er zur Lösung seines Engagements gezwungen werden, die Bank hat den Kunden also gewissermaßen in ihrer Hand.

Es ist an dieser Stelle nicht möglich, eingehend das Gebiet der Börsenkredite zu behandeln. Vielmehr müssen wir in dieser Beziehung in erster Linie auf Prion[65]) verweisen, wo die Dinge ausführlich dargestellt sind und auch die interessierende Literatur angegeben ist.

Wir setzen also die Kenntnis der technischen Einzelheiten hier voraus und gehen sogleich in medias res.

Uns interessiert hier in diesem Zusammenhang besonders der Kassakauf mit Einschuß, bei dem der Kunde die von der Bank gekauften Effekten nur zu einem Teil bezahlt. Dieser Einschuß oder Marge soll das Risiko, das die Bank läuft, überdecken.

Wie spielen sich nun die Dinge ab, wenn scharfe Kursrückgänge eintreten und die Margen in kurzer Zeit in ein Nichts zusammenschmelzen? Die Bank wird in solchen Fällen, um sich auch weiterhin zu sichern, von ihrem Kunden Nachschüsse verlangen, damit die volle Deckung wieder zustande kommt. Leistet der Kunde dieser Aufforderung nicht Folge so hat die Bank das Recht der Exekution oder Zwangsregulierung, wie es Max Weber[66]) nennt. Es ist das sog. „Schwachwerden von Depots", wovon in der Handelspresse dann immer wieder zu lesen ist. Derartige Notverkäufe sind für das Kursniveau naturgemäß eine große Gefahr, weil in solchem Falle ein Keil den andern treibt.

[64]) Karl Meithner, Die Preisbildung an der Effektenbörse. Wien 1930, S. 120.

[65]) Prion, a. a. O., S. 72 ff.

[66]) a. a. O. S. 296. „Erfüllt eine Partei trotz Mahnung nicht rechtzeitig, gerät sie in Verzug, so hat regelmäßig der Gegenpart das Recht der Zwangsregulierung, d. h. der nichtsäumige Käufer darf die betreffenden Waren anderweit von einem Dritten kaufen, der nichtsäumige Verkäufer sie an einem andern verkaufen."

Die Kreditbanken werden nun im Interesse ihres Wertpapiergeschäfts, darüber hinaus aber im Interesse des Ganzen, alle Anstrengungen machen, um den Kursrückgängen Einhalt zu gebieten. Neben den Interventionskäufen kommen da in erster Linie die Hilfsmaßnahmen in Frage, die die Banken treffen, um der Haussespekulation den Rücken zu stärken. Wir denken hier vor allem an Kreditausweitungen, die dem Haussier das Durchhalten seines Engagements ermöglichen und derartige Zwangsverkäufe unnötig machen sollen.

So bediente sich die Stützungsaktion der österreichischen Banken anläßlich der schon verschiedentlich angezogenen Börsenkrise vom Jahre 1924 dieser Methode. Man stellte Kredite zu einem für damalige Verhältnisse sehr niedrigen Zinssatz von 18 % zur Verfügung, forderte allerdings die recht beträchtliche Überdeckung von 50 bis 100 %[67]), eine Maßnahme, die zweifelsohne einem übertriebenen Sicherungsbestreben entsprang.

Neben dieser Hilfe, die in verstärkter Kreditgewährung der Banken an die Spekulation besteht, gibt es noch einen zweiten Weg, um die Position des Haussiers zu stärken. Wir hatten oben gesehen, daß die Höhe der Einschüsse ein sehr wirksames Regulativ bezüglich der Erleichterung bzw. Erschwerung der Spekulation darstellt. Die Banken können nun in Krisenzeiten, wenn es sich darum handelt, daß die Kundschaft auf ihre mittels Kredit gekauften Effekten Nachschüsse zahlen muß, weil die Deckungen nicht mehr ausreichen, die schädlichen Wirkungen solcher Exekutionsverkäufe[68]) dadurch

[67]) Österreich. Volkswirt 1924, S. 876.

[68]) Beschluß der Berliner Großbanken vom 27. Juli 1914:

„1. Für hiesigen Börsenfirmen gewährte Vorschüsse begnügen sich die Geldgeber mit der vereinbarten Überdeckung auf Grund der Kassakurse vom 25. Juli und für Ultimo-Papiere auf Grund der ersten notierten Kurse vom gleichen Tage.

2. Um das Privatpublikum vor dem Verschleudern seines Effektenbesitzes zu bewahren, wird bis auf weiteres von der Einforderung von Zuschüssen der Kundschaft gegenüber solange abgesehen, als der Kurswert der bevorschußten Wertpapiere die dagegen bewilligten Vorschüsse nicht unterschreitet."

mildern, daß sie die Lombarddeckungen herabsetzen oder gar erst dann Nachschüsse verlangen, wenn die auf dem Kreditwege gekauften Effekten die geliehenen Beträge nicht mehr decken. Letztere Methode wandte man 1914 an, wie uns Klebba[69]) berichtet.

Um ein Beispiel für die Herabsetzung der Deckungen anzuführen, brauchen wir nicht so weit in der Börsengeschichte zurückzublättern, im Oktober 1929[70]) war es, wo die Banken sich zu diesem Schritt entschlossen.

Es bedarf eigentlich keines besonderen Hinweises, daß durch derartige Maßnahmen die Börsenentwicklung keineswegs irgendwie entscheidend beeinflußt werden kann. Diese Methode versagt wenigstens immer bei einer scharfen Börsenderoute. Treten nämlich im Laufe der Krise noch weitere starke Kurssenkungen ein, so wird auch die Differenz, die zwischen der ursprünglichen Höhe der Margen und der dann erfolgten Herabsetzung besteht, bald von den Rückgängen überholt sein, und das Leisten der Nachschüsse, das man gerade vermeiden wollte, wird doch notwendig. Man erreicht also auf diesem Wege in vielen Fällen nur eine Galgenfrist, aber keine nachhaltige Besserung der Situation. Damit soll nicht gesagt sein, daß dieses Mittel in gewissen Augenblicken sehr wohl eine nicht zu unterschätzende Wirkung im Sinne einer Milderung der Panik ausüben kann.[71])

[69]) a. a. O. S. 9.

[70]) F. Z. 20. Oktober 1929. — Vgl. auch Jahresbericht der Industrie- und Handelskammer zu Berlin 1929, S. 53.

„Eine weitere Maßnahme zur Stützung des Marktes war, daß die Liquidationskasse in zahlreichen Fällen von der statutenmäßigen Mindestdeckung Gebrauch machte. Auch die Banken ermäßigten vielfach ihre Einschußbedingungen bei der Effektenlombardierung."

[71]) Wie mir in persönlichen Unterredungen mit Bankdirektoren mitgeteilt wurde, sind einige Institute gerade während der Börsenderoute von 1929 dazu übergegangen, selbst unter die absolute Deckungsgrenze zu gehen, um die Exekutionen zu vermeiden. Ich hatte keine Gelegenheit, nachzuprüfen, wieweit man von diesem für die Banken sehr riskanten Mittel Gebrauch gemacht hat.

b) Maßnahmen zur Schwächung der Baissespekulation.

Im Vergleich zum Haussier, der sich zwecks Prolongation seines Engagements, wie wir gesehen hatten, Geld zur Bezahlung der von ihm gekauften Effekten beschaffen muß, befindet sich der Baissier in einer zweifelsohne unangenehmeren Situation: er muß, da er blanko verkauft hat — wir stellen die Terminspekulation auch hier in den Vordergrund — die verkauften Stücke liefern, dementsprechend im Falle der Schiebung sich von seiner Bankverbindung bestimmte Stücke leihen. Die Prolongation des Baissespekulanten kann also sehr viel eher auf Schwierigkeiten stoßen als die des Haussespekulanten.

In Krisenzeiten, wenn die Banken durch alle möglichen Maßnahmen, wie schon gezeigt worden ist, versuchen, die Abwärtsentwicklung der Kurse aufzuhalten, kann es ihnen natürlich nicht gleichgültig sein, daß die Baissespekulation die Lage durch ihre Blankoverkäufe noch verschärft. Es dürfte überflüssig sein, hier noch einige Worte darüber zu verlieren, warum Leerverkäufe derart kursdrückend wirken. Jedenfalls ist es nur natürlich, daß eine Bankwelt, die sich in Interventionskonsortien zusammengeschlossen hat, nicht müßig zusehen wird, wie die Spekulanten à la baisse alle Bemühungen, das Kursgebäude zu festigen, zunichte machen.

Eine ganze Reihe von Möglichkeiten sind nun vorhanden, der Kontremine das Handwerk gänzlich zu legen oder doch wenigstens erheblich zu erschweren.

Die härteste Maßnahme besteht ohne Zweifel darin, daß die Banken übereinkommen, Kundenorders ohne Lieferung effektiver Stücke überhaupt nicht auszuführen.[72]) Hier wird jeder Blankoverkauf also praktisch gänzlich unterbunden. Beinahe dasselbe bedeutet es, wenn man vom Baissespekulanten innerhalb von 24 Stunden die Lieferung der Stücke

[72]) Österr. Volkswirt 1924, S. 212.

verlangt, wie es 1904[73]) in Paris und 1918[74]) in Berlin geschehen ist. Denn auch bei einer derartig kurzen Erfüllungsfrist kann sich ein Blankoverkauf schwerlich in stärkerem Umfange auswirken.

Um die Prolongation von Baisse-Engagements zu verhindern und darüber hinaus die Baissiers zur Eindeckung zu zwingen, hat man ebenfalls schon verschiedentlich zu dem Mittel der Beschränkung bzw. des Verbots der Stückeleihe gegriffen. Man erreicht damit einmal, daß die Baisseengagements verhindert werden, für den Markt selbst aber ergibt sich eine kurssteigernde Wirkung, weil durch die zwangsläufig erfolgenden Deckungskäufe eine festere Tendenz einsetzen muß. Das Verbot der Stückeleihe wurde ebenfalls wieder 1924 in Österreich[75]) erlassen. Eine lebhafte Propaganda, das Leihen von Stücken wenigstens einzuschränken, treffen wir in Deutschland während der Interventionsära von 1929 an.[76]) Wenn das Magazin der Wirtschaft am selben Ort des weiteren darauf hinweist, daß „eine solche Agitation recht kurzsichtig" ist und betont, daß „damit die Kursentwicklung nur ganz kurzfristig beeinflußt" wird, so ist das bis zu einem gewissen Grade richtig. Denn durch den geübten Zwang zur Eindeckung tritt natürlich nur eine vorübergehende künstliche Befestigung des Kursniveaus ein.

Neben den eben geschilderten Maßnahmen, die sich sämtlich auf die Lieferung der von den Baissiers verkauften Stücke bezogen, hat man noch andere Wege eingeschlagen, um den Leerverkäufern ihre Arbeit zu erschweren. Da ist einmal die Abkürzung der Nachbörsenzeit von 30 auf 15 Minuten zu nennen, die vom Börsenvorstand in Berlin am 18. Oktober

[73]) Prion, a. a. O. S. 206/7.

[74]) Klebba, a. a. O. S. 140.

[75]) Österr. Volkswirt 1924, S. 212.

[76]) „Es wurde sogar dieser Verknappung (des Marktes) noch künstlich dadurch nachgeholfen, daß von Bankseite eine Agitation dahingehend entfaltet wurde, den Stückeverleih einzuschränken, um die Prolongation von Baisseengagements über den Ultimo hinaus zu verhindern." M. d. W. 1929, S. 1677. — Vgl. auch V. Z. 14. September 1929.

1929[77]) beschlossen wurde. Man hatte nämlich beobachtet, daß gerade während des nachbörslichen Freiverkehrs die Blankospekulation sich besonders ungehindert am Markt betätigen konnte, weil nach Schluß der offiziellen Börse die kursstützenden Banken meist nicht mehr am Markt vertreten waren. Ähnliches gilt vom vorbörslichen Verkehr, wo man aus demselben Grunde, eben, um den intervenierenden Banken ihre Aufgabe zu erleichtern, schon in den Augusttagen des Jahres 1929 in Berlin Beratungen gepflogen hat, wie man diesem Spiel der Baisse-Spekulation ein Ende bereiten könnte.[78])

c) Indirekte Einflußnahme auf Kundschaft und Börse.

Wenn es sich jetzt darum handelt, die indirekte Einflußnahme der Banken auf die Preisbildung an der Börse zu schildern, so kann das natürlich nur unter dem Gesichtswinkel der Intervention geschehen, d. h. es wird untersucht, wieweit die Banken in Krisenzeiten in der Lage sind, durch derartige mittelbar wirkende Maßnahmen kursstützend in das Geschehen an der Börse einzugreifen.

Als erstes wäre da die Kundschaftsberatung zu nennen, die insonderheit bei unseren Großbanken mit ihrem weit verzweigten Filial- und Depositenkassennetz eine bedeutende Rolle spielt. Sie kann, wie leicht einzusehen ist, der Intervention sehr gute Vorspanndienste leisten. Man mache sich einmal klar, was es bedeutet, wenn sämtliche Filial- und Depositenkassen-Vorsteher einer Großbank durch einen allgemeinen Ukas von der Direktion angewiesen werden, dem

[77]) Vgl. B. T. 19. Oktober 1929, wo der Erlaß des Börsenvorstandes abgedruckt ist.

[78]) „Ein Zeichen der Nervosität war es auch, daß häufig im Vorbörsenverkehr abnorm niedrige Kurse genannt worden sind, so daß man im Börsenverkehr bereits erwogen hat, Schritte gegen diesen Vormittags-Börsenverkehr zu unternehmen." M. d. W. 1929, S. 1362.

Publikum von Verkäufen abzuraten, es darüber hinaus aber vielleicht sogar noch zu animieren, Kauforders zu erteilen. Man kann nämlich immer wieder beobachten, daß mindestens der größere Teil der sog. Kapitalisten die Ratschläge ihrer Bankverbindung[79]) fast sklavisch befolgt, immer in dem Gedanken, daß die Auskünfte, die er dort bekommt, „von unterrichteter Seite" stammen.

Nun bedarf es keiner besonderen Begründung, daß die geschilderte Kundschaftsberatung schon deshalb nicht von sich aus in allen Fällen zum Ziel führen kann, weil ja nicht jeder Kunde täglich bei seiner Bankverbindung vorspricht. Die notwendige Ergänzung zu der persönlichen Einflußnahme bildet „die wirtschaftliche Mitteilung" der Bank, die sich an das größere Publikum wendet und in erster Linie alle diejenigen zu erfassen sucht, die einen weniger intensiven Verkehr mit ihrer Bank pflegen. Vor allem sind es wieder die Großbanken, die gerade in den letzten Jahren diese Berichterstattung erheblich ausgebaut haben.[80]) Es handelt sich dabei um periodische[81]) Veröffentlichungen, die sich mit der Wirtschafts- und Konjunkturlage beschäftigen, und das muß in diesem Zusammenhang besonders hervorgehoben werden, der Besprechung der jeweiligen Börsensituation wird in diesen Berichten der größte Raum gewidmet.[82])

Diese Berichte vermögen aber insonderheit deshalb solchen Einfluß auf die Öffentlichkeit auszuüben, weil sie in der Presse und nicht zuletzt an der Börse ausführlichst

[79]) H. W. B. d. St. W. 2. Band, S. 1073: „Ein großer Teil der Effektenkäufer ist daher auf den Rat der Banken angewiesen, die dadurch in die Lage kommen, die Nachfrage auf bestimmte Effekten hinzulenken."

[80]) Vgl. dazu Bankwissenschaft 5. April 1930, S. 15 ff., Dr. Strohmayer, Die Wirtschaftsberichterstattung der Banken und Bankwissenschaft 1929/30, S. 591, Bankarchive, Georg Obst.

[81]) Die Weltwirtschaft 1930, Heft 4, S. 113. Von den Großbanken versenden Berichte in Zeitintervallen von:

1 Woche die B. H. G., 14 Tagen die De-Di-Bank, 4 Wochen Dresdner, Commerz-Bank, ½ Jahr die Reichskreditgesellschaft.

[82]) Georg Horwitz, Die Kursbildung am Aktienmarkt der Berliner Börse. S. 17.

kommentiert zu werden pflegen. Außerdem argumentiert man, und das z. T. mit Recht, daß die Banken durch ihre vielfachen Beziehungen zu beinahe allen Wirtschaftszweigen über die gesamte Entwicklung einen besonders guten Überblick haben. Nicht zuletzt ist hier an das reiche und für diese Zwecke sehr wichtige Material zu denken, das den Banken als Kontenführern eines großen Teils der Industrie und des Handels zur Verfügung steht.

Der Bankbericht begnügt sich nun nicht damit, rein statisch die Konjunkturlage darzustellen, vielmehr legt er besonderen Wert auf die Schilderung der Dynamik der wirtschaftlichen Vorgänge, was schließlich auf eine Konjunkturprognose hinauslaufen muß. Derartige Prognosen hinsichtlich der weiteren Börsenentwicklung, Feststellungen, daß das Kursniveau berechtigt oder unberechtigt ist, werden ihre Wirkungen auf den Effektenmarkt[83]) nicht verfehlen, weiß doch jeder Börsianer, daß die Banken es nicht bei diesen Äußerungen bewenden lassen, sondern ihre ganze Börsen- und im besonderen Kreditpolitik dementsprechend einstellen werden.

Nicht anschließen können wir uns der in der Bankwissenschaft[84]) vertretenen Anschauung, „daß seriöse Institute Wert darauf legen, alles zu vermeiden, was nach Anreizung zur Börsenspekulation oder nach Stimmungsmache in irgendeiner Richtung gedeutet werden könnte".

Zugegeben, daß die deutschen Institute im allgemeinen nicht die Allüren amerikanischer Animierbankiers[85]) haben, die Wanderaposteln vergleichbar durch die Lande ziehen und für

[83]) M. d. W. 1926, S. 1154. „Begünstigt wurde die zuversichtlichere Haltung durch die ziemlich optimistisch lautenden Monatsberichte einiger der Großbanken. — Erfahrungsgemäß wirken solche Berichte, wenn sie von Bankseite kommen, besonders stark auf die Börse."

[84]) 5. April 1930, Die Wirtschaftsberichterstattung der Banken, S. 15 ff.

[85]) Vgl. dazu besonders: Carl Hundhausen, Kundenwerbung amerikanischer Banken (Financial Advertising), Berlin-Leipzig, Wien 1929, wo die Dinge sehr gut dargestellt sind und „Die Bank" 1929, S. 664 ff., Kundenwerbung und Kundendienst amerikanischer Banken.

mehr oder minder „faule" Emissionen die Werbetrommeln rühren, ebenfalls zugegeben, daß wir in Deutschland bisher von derartiger Entartung der Bankenwerbung verschont geblieben sind, wie sie in den 80er Jahren des vorigen Jahrhunderts die Union Générale anwandte, die ihre eigenen Finanzzeitungen zwecks Propagierung ihrer ebenso zahl- wie verlustreichen Emissionen hatte, so darf doch auf der anderen Seite nicht übersehen werden, daß die deutschen Banken ihre Berichte doch nicht rein aus altruistischen Motiven hinaussenden, um vielleicht ihren lieben Nächsten über die augenblickliche Lage und die Entwicklungstendenzen der Konjunktur aufzuklären. Webers[86]) oft zitiertes Wort, daß „die Banken keine Wohlfahrtseinrichtungen sein können", gibt den Banken auch die Berechtigung dazu, mit diesen Berichten bestimmte privatwirtschaftliche Zwecke zu verfolgen, die sich in der Werbung für das einzelne Institut keineswegs erschöpfen. Es bedarf eigentlich keiner Diskussion, daß die Feststellung in einem Bankbericht, das augenblickliche Kursniveau sei unterbewertet oder die Rendite der Aktienwerte sei eine sehr hohe, wie man es nicht einmal, sondern des öfteren in den Mitteilungen der einzelnen Institute nachlesen kann, in diesem Sinne als „Stimmungsmache"[87]) angesprochen werden muß. Denn die Banken wollen doch damit erreichen, daß das Publikum den augenblicklichen „Tiefstand" der Effekten für interessant genug hält, um auf dieser Basis Engagements einzugehen.

[86]) a. a. O. S. 321.

[87]) Ein Beispiel: Das bekannte Berliner Bankhaus Schwarz, Goldschmidt & Co. schrieb in den Krisentagen des September 1929: „Man kann daher ohne Übertreibung sagen, daß zur Zeit nirgends in der Welt erstklassige Effekten so wohlfeil zu haben sind wie an der Berliner Börse." Zitiert nach B. B. B. 3. Oktober 1929.

Und der Monatsbericht der Dresdner Bank vom Oktober 1929 nennt „die börsentechnische Situation ausgezeichnet."

§ 4.

Die Interventionspolitik.

Die sogenannte Interventionspolitik hat uns jetzt zu beschäftigen. Wir wollen darunter im Gegensatz zu den Interventionsmitteln und den Interventionszielen alles das verstehen, was grundsätzlich als Anwendung der oben erörterten Mittel zur Erreichung der Ziele aufgefaßt werden kann.

Diese Interventionspolitik der Banken hat den Zweck, den Ablauf der Börsenentwicklung in dem oben definierten Sinne der Intervention zu beeinflussen und den Willen dieser Institute am Effektenmarkt zur Durchführung zu bringen, wobei es noch eine besondere Frage ist, ob man überhaupt von einer Interventionspolitik der Banken schlechthin sprechen kann.

Vorausschicken muß ich noch, daß der Begriff „Intervention" hier in stark eingeengtem Sinne gebraucht wird. Es handelt sich in diesem Zusammenhange nur um die Aufnahme von Material, Interventionen sind also identisch mit Stützungskäufen der Banken, so daß sich die Interventionspolitik demnach nur mit dem Hauptmittel unter den Stützungsmethoden der Banken zu befassen hat.

1. Allgemeines.

Die Interventionspolitik kann an dieser Stelle nun nicht in dem Sinne behandelt werden, daß hier bestimmte Regeln aufgestellt werden, die den Erfolg einer Intervention gleichsam garantieren. Es muß nämlich mit Nachdruck darauf hingewiesen werden, daß es für eine Interventionspolitik der Banken bestimmte Normen nicht gibt und dem ganzen Charakter der Interventionen entsprechend auch gar nicht geben kann. Alles ist hier flüssig, und das Wort von der „elastischen Politik" kennzeichnet die Dinge vielleicht am

treffendsten. Bei jedem Eingriff in den Marktmechanismus, in das freie Spiel der Kräfte ist ja das eine sonnenklar, daß die Stelle, die einen bestimmten Einfluß auf die Entwicklung, auf welchem Gebiet es auch sein mag, ausüben will, sich nach den Marktverhältnissen richten muß und nicht umgekehrt. Es muß also eine Abhängigkeit jedes Eingriffes von der Lage des betreffenden Marktes, auf dem er vorgenommen wird, konstatiert werden. Das gleiche gilt auch von der Interventionspolitik der Banken, die Börsensituation zwingt den stützenden Instituten ihre Politik gleichsam auf, so daß von irgendwelcher Freiheit der Banken in bezug auf die Gestaltung ihrer Politik kaum die Rede sein kann.

Die stetig wechselnde Marktlage verlangt ferner von den Banken eine ständige Bereitschaft, verlangt unter Umständen auch eine ständige Änderung des Stützungsprogramms.

So kann als Leitsatz den folgenden Auslassungen vorangestellt werden, daß die Interventionspolitik labil sein muß, sie muß sich den jeweiligen Marktverhältnissen anpassen. Aus diesem Grunde ist es auch unmöglich, hier Richtlinien für eine Interventionspolitik im allgemeinen zu geben, weil die Marktlage wieder von Fall zu Fall anders ist, ja die Börsensituation speziell sich von Stunde zu Stunde, zu manchen Zeiten sogar von Minute zu Minute ändern kann.

Die Richtigkeit der vorangegangenen Ausführungen können wir sehr deutlich an der Frage öffentliche oder geheime Intervention aufzeigen. In dem einen Fall kann die Bankwelt nämlich auf dem Standpunkt stehen und es für richtig halten, offen am Markt ihre Interventionsabsichten bekanntzugeben, vielleicht, weil sie die psychologischen Wirkungen dieser Aktion ausnutzen will und hofft, daß ein derartiges Hervortreten am Markt Mitläufer anzieht, die sich ebenfalls à la hausse engagieren. Auf der anderen Seite können dieselben Banken bei einer anderen Gelegenheit genau das Umgekehrte für richtig halten, also im geheimen dem Markt beispringen, weil sie von einem öffentlichen Vorgehen ungünstige Folgen für den Markt befürchten. (Mißtrauen usw.)

Dieses Beispiel sollte nochmals klarlegen, daß es schwierig ist, allgemein gültige Durchführungsvorschläge hier zu entwickeln, die bei jeder Intervention wieder Anwendung finden könnten.

2. Die Organisation der Intervention.

Generelles läßt sich zur Interventionspolitik u. E. nur betreffs der Organisation der Intervention und der Märkte, auf denen die Intervention ins Werk gesetzt wird, sagen.

Diese Organisation der Intervention, im engeren Sinne wohlverstanden, kann nämlich eine ganz verschiedene sein. Eine dreifache Möglichkeit läßt sich feststellen.

Ad I kann es sich um eine Einzel-Intervention handeln, d. h. ein einzelnes Bankhaus führt auf eigene Rechnung und Gefahr die Stützungskäufe durch. In solchem Falle liegt also bei einer Bank die Entscheidung darüber, in welchem Umfange interveniert wird, welche Stützungskurse bei den einzelnen Wertpapieren gehalten werden sollen usw. — Komplikationen sind hier verhältnismäßig selten, sie sind eigentlich nur dann denkbar, wenn es innerhalb der betreffenden Bankleitung zu irgendwelchen Differenzen kommt oder aber wenn Reibungen zwischen der Verwaltung einer Gesellschaft, falls für diese die Intervention durchgeführt wird, und der Bank als Exekutivorgan entstehen.

Anders steht es schon, wenn mehrere Banken, wenn auch in loser Form, übereingekommen sind, am Effektenmarkt Stützungskäufe vorzunehmen. In solchem Falle tauchen Fragen auf wie:

Soll eine Arbeitsteilung in dem Sinne Platz greifen, daß der Markt unter die einzelnen Institute, die sich zu einem derartigen „Gentleman agreement“[88]) zusammengeschlossen haben, aufgeteilt wird, oder begnügt man sich damit, daß jedes Mitglied, wo und wann es ihm gutscheint, am Markte interveniert? Nicht zur Debatte steht in dem Falle, daß die Hilfs-

[88]) Bankwissenschaft 1930, S. 903 ff., Die Rechtsnatur der Stützungsaktionen, Dr. Ascher.

aktion für die Börse die genannte Form des „Gentleman agreement" annimmt, ob man einheitliche Führung wählt in dem Sinne, daß e i n e Bank die Bearbeitung des Marktes übernimmt, oder jede für sich seine Wirksamkeit ausüben läßt. Denn im Gegensatz zu dem jetzt zu behandelnden Konsortium, das ja seiner ganzen Natur nach eine viel straffere Zusammenfassung der E i n z e l kräfte darstellt, bildet das lose Nebeneinander mehrerer denselben Zweck verfolgender Institute das Hauptcharakteristikum des „Gentleman agreement".

Die Geschlossenheit ist also das erste entscheidende Merkmal des Konsortiums. Nicht jeder für sich, sondern einer für alle und alle für einen, so könnte man die Gegensätze zwischen Einzel-Intervention und „Gentleman agreement" auf der einen Seite und Konsortium auf der anderen Seite auf eine einfache Formel bringen. Für gemeinsame Rechnung werden jetzt sämtliche Marktoperationen vorgenommen. Das zeigt sich schon darin, daß in den meisten Fällen ein Stützungsfonds von den Mitgliedern zusammengebracht wird, aus dem die Interventionskäufe finanziert werden und an dem der einzelne mit einem bestimmten Betrag partizipiert. Es kann nicht wundernehmen, daß diese Einschüsse der verschiedenen Institute in den allgemeinen Fonds in ihrer Höhe sehr stark voneinander abweichen[89]), sitzen doch in dem Stützungs-Konsortium, das

[89]) Als Beispiel seien die Quoten der einzelnen Institute angeführt, die 1918 als Beteiligungen an der mit 24 Mill. M. ausgestatteten Bank für Industriewerte fungierten. Von den 12 Firmen der Stempelvereinigung übernahmen damals:

die Darmstädter Bank, „ Deutsche Bank, „ Disconto-Gesellschaft, „ Dresdner Bank,	je 3,2 Mill. M.,
„ Berl. Handels-Gesellschaft, „ Commerz- u. Privat-Bank S. Bleichröder Mendelssohn & Co. „ Mitteld. Kredit-Bank Nationalbank f. D.	je 1,6 Mill. M.,
Delbrück, Schickler & Co. und Hardy & Co.	je 800 000 M.,

so daß die 4 ersten Banken mit je 13,33, die 6 nächsten mit je 6,66 und die letzten beiden Institute mit 3,33% an der Gesamtsumme beteiligt waren.

an der Berliner Börse fast regelmäßig in Aktion getreten ist, der sog. Stempelvereinigung[90]), neben den Großbanken auch die angesehensten Privatbankiers.'

Bei der Konsortialbindung begibt sich die einzelne Bank eigentlich völlig ihrer Selbständigkeit. Denn jetzt ist es nicht möglich, daß ein Institut mehr oder weniger wahllos heute hier und morgen dort Käufe vornimmt, um vielleicht übermorgen, weil der Markt, sagen wir, eine gewisse Aufnahmefähigkeit gezeigt hat, schon wieder einen Teil der aufgenommenen Ware abzustoßen. Nein, die straffe Organisation des Konsortiums bringt es mit sich, daß nach einheitlichen Gesichtspunkten vorgegangen wird. Ähnlich wie bei den Emissionskonsortien wird eine Bank, meist die bedeutendste, die Führung übernehmen, wobei es nicht ausgeschlossen ist, daß diese Führerrolle innerhalb des Konsortiums nach einem bestimmten Modus wechselt. Es ist auch durchaus der Fall denkbar, daß man eine einzelne Bank nicht die ganze Verantwortung tragen lassen will, sondern mehrere Banken, 2 oder 3 Institute, mit der Leitung der Geschäfte beauftragt.

Handelt es sich um eine großangelegte Stützungsaktion, bei der auch der Kreis der zu beobachtenden Papiere ein verhältnismäßig großer ist, wird es unangebracht, wenn nicht

[90]) Diese „Stempelvereinigung" wurde 1883 von der Direktion der Disconto-Gesellschaft eben zwecks gemeinsamer Regelung von Stempelfragen gegründet und 1900 in die „Vereinigung Berliner Banken und Bankiers, E. V." umgetauft, doch hat sich die erste Bezeichnung als die übliche weiter erhalten. Sie umfaßt heute nach den vielfachen Fusionen der letzten Zeit nur noch 5 Großbanken, nämlich die 3 D-Banken, also Deutsche Bank und Disconto-Gesellschaft, Dresdner Bank und Danatbank, ferner die Commerz- und Privatbank und die Berliner Handelsgesellschaft, daneben die Privatbankhäuser Mendelssohn & Co., Delbrück, Schickler & Co., J. Dreyfus & Co., Hardy & Co., G. m. b. H., S. Bleichröder und neuerdings das Frankfurter Haus Lazard-Speyer-Ellissen, das durch Aufsaugen der Berliner Firma C. Schlesinger, Trier & Co., K. a. A., nun auch in Berlin Heimatrecht erlangt hat.

Interessant ist in der Zusammensetzung der Stempelvereinigung, daß ein so bedeutendes Institut wie die Reichs-Kredit-Gesellschaft in der Hauptsache wohl, weil sie als Konzernbank der Viag halböffentlichen Charakter trägt, nicht in diese Gemeinschaft aufgenommen worden ist. — Vgl. dazu auch die Enquete über den Bankkredit, S. 26.

schlechterdings unmöglich sein, den Markt nur von einer Stelle aus zu beobachten. Man kann wohl die Fäden der Interventionsoperationen in einer Hand zusammenlaufen lassen in dem Sinne, daß die Direktiven und Richtlinien von dieser Stelle aus, die als Konsortiumsführung bezeichnet war, gegeben werden, es wird sich auf der anderen Seite jedoch nicht umgehen lassen, eine gewisse Arbeitsteilung einzuführen derart, daß jedem Mitgliede des Konsortiums bestimmte Märkte zur Aufsicht übergeben werden. Die Modalitäten dieser Arbeitsteilung können im einzelnen nun wieder sehr verschieden sein. Man kann einmal sämtliche Konsortiumsmitglieder jeden Tag auf bestimmten Märkten beschäftigen, wobei hinsichtlich der Verteilung auf die einzelnen Marktgebiete sich übrigens die Gepflogenheit ausgebildet hat, die einzelnen Banken in ein- bzw. zweitägigen Abständen an verschiedenen Orten der Preisbildung einzusetzen[91]), oder aber man läßt an den einzelnen Tagen nur von wenigen Instituten die Intervention durchführen. Beispielsweise hatte man bei der Intervention vom Herbst 1929 in Deutschland eine Art „Dreischichtensystem" eingerichtet, und zwar so, daß im Laufe der ersten Woche vier Institute der Stempelvereinigung, in der zweiten Woche die nächsten vier usw. wechselnd am Markt eingriffen.

Eine zu weitgehende Dezentralisierung der ganzen Aktion birgt auf der anderen Seite die Gefahr in sich, daß der Intervention die einheitliche Stoßkraft[93]) fehlt. Die Schwierigkeit liegt bei einer Organisation der Stützungskäufe, die eine weitgehende Arbeitsteilung vorsieht, darin, daß man den einzelnen Instituten zuviel Freiheit bezüglich der Durchführung der Marktoperationen lassen muß. 1929 scheint man damit schlechte Erfahrungen gemacht zu haben, denn nach vier Wochen Intervention änderte man das eben genannte „Dreischichtensystem" in der Weise ab, daß man nur noch 2 Firmen die Manipulierung des Effektenmarktes überließ.[94]) Straff

[91]) Dies tut man wohl in der Hauptsache aus dem Grunde, um die Dinge etwas zu verschleiern und nicht zu publik werden zu lassen.

[92]) B. B. B. 24. September 1929.

[93]) B. T. 19. Oktober 1929.

[94]) B. B. B. 22. Oktober 1929.

Zentralisation der Stützungsaktion dürfte überhaupt die zweckmäßigste Lösung darstellen, entweder derart, daß man eben nur eine bzw. zwei Institute mit der Vornahme der Stützungskäufe betraut, oder, wenn schon Arbeitsteilung notwendig ist, weil vielleicht die Zahl der zu stützenden Papiere eine zu große ist, daß die dem Konsortium angehörenden Firmen bloße Exekutivfunktionen übernehmen, d. h. also nur nach den Anleitungen der führenden Bank an der Börse operieren.

Daß die Konsortienbildung bei der Vornahme der Stützung im großen und ganzen den Vorzug vor den übrigen Methoden verdient, lehrt auch die einfache historische Betrachtung der Börsen-Interventionen. Als Paradigma soll uns wieder das Jahr 1929 dienen. Zunächst intervenierten die Banken jede für sich[95]), dann taten sich die D-Banken, die Commerz- und Privatbank und die Firma Mendelssohn & Co.[96]) zusammen, es wurde also eine Art „Gentleman agreement" gegründet, bis der Kreis derart erweitert wurde, daß die Stempelvereinigung in ihrer Gesamtheit unter Mithilfe einiger Provinzbankhäuser ein großes Konsortium[97]) bildete. Ergänzend sei noch bemerkt, daß dieses etwas konstruiert anmutende zeitliche Nacheinander von Einzel-Intervention, „Gentleman agreement" und Konsortial-Intervention keineswegs ein gleichzeitiges Nebeneinander dieser Stützungsmethoden ausschließt. Vielmehr bildet es fast die Regel, daß neben dem Kreis der Papiere, die vom Konsortium beaufsichtigt werden, die einzelnen Banken auch weiterhin die Preisbildung von bestimmten sie interessierenden Effekten in der Richtung der Konsortial-Intervention regulieren.

[95]) Monatsbericht 1929 der Disconto-Gesellschaft Nr. 13, F. Z. 23. September 1929.

[96]) B. T. 23. September 1929.

[97]) B. B. B. 24. September 1929.

3. Artunterschiede der Märkte als Bestimmungsgrund für die Interventionspolitik.

Noch klarer werden die letzten Ausführungen, wenn wir uns jetzt mit dem Problem beschäftigen, an welchen Märkten die Intervention zweckmäßigerweise durchgeführt werden soll.

Das große Gebiet der Wertpapierbörse läßt sich, wenn wir die Berliner Verhältnisse zugrunde legen, zunächst in einen offiziellen und nichtoffiziellen Verkehr einteilen. Letzterer, auch Markt der unnotierten oder Freiverkehrswerte[98]) genannt, scheidet wegen seiner relativ bedeutungslosen Rolle im Börsenhandel an dieser Stelle von vornherein aus. Wir beschränken uns damit also auf den sog. amtlichen Verkehr, wie man den offiziellen Effektenhandel ebenfalls bezeichnet.

Bei schärferer Betrachtung können wir nun, wohlgemerkt mit der gemachten Einschränkung, eine Dreiteilung des gesamten Börsenverkehrs vornehmen und den Kassa-, Schwankungs- und Terminmarkt unterscheiden. Um die Differenzierungen kurz zu charakterisieren, sollen zwei Gegensatzpaare gebildet werden. Folgendes Schema veranschaulicht uns den Sachverhalt vielleicht am klarsten:

I.

unterschieden nach Art der Lieferungsfrist

Kassa-, Schwankungs- } Markt — Terminmarkt

II.

unterschieden nach Art der Preisbildung

Kassa-Markt — { Schwankungs-, Termin- } Markt.

[98]) Vgl. dazu insbesondere Dr. Georg Scheller, Der Handel in amtlich nicht notierten Werten. Berlin 1924.

Das soll heißen, im ersten Fall gehören Kassa- und Schwankungsmarkt zusammen, wenn man die Erfüllungsfristen als unterscheidendes Merkmal ansieht. Im Gegensatz zum Termingeschäft, das erst am Ultimo oder, sofern daneben die Medio-Liquidation besteht, am Medio eines Monats seine Erledigung findet, handelt es sich beim Kassa- wie beim Schwankungsmarkt um ein Zug-um-Zug-Geschäft. Innerhalb von 3 mal 24 Stunden muß nach Berliner Usance[99]) den aus den Kauf- bzw. Verkaufsaufträgen sich ergebenden Verpflichtungen nachgekommen werden. Anders wird das Bild, wenn man die Art, wie sich die Preisbildung an den einzelnen Märkten vollzieht, der Betrachtung voranstellt. Dann wird nämlich der Kassamarkt isoliert, und der Schwankungsmarkt schließt sich dem Terminmarkt an, insofern, als der Kassamarkt die Einheitskursnotiz anwendet, während am Schwankungs- wie Terminmarkt (in erster Linie wenigstens) die sog. fortlaufende Notiz gebräuchlich ist.

Diese Ausführungen bedürfen einer Ergänzung.

Das Wort Einheitskursnotiz, das eben für den Kassamarkt Anwendung fand, will besagen, daß sämtliche Kauf- und Verkaufsaufträge eines Börsentages bei den Maklern[100]) die das betreffende Papier handeln, zusammenströmen und von diesen zu einem bestimmten Zeitpunkt durch Bildung eines einheitlichen Kurses ausgeglichen werden. Der Kassamarkt kennt für jedes Papier nur e i n e Notiz, und es muß hervorgehoben werden, daß die zustandekommende Notierung kein errechneter Mittelkurs ist, sondern entscheidend für den Kurs ist die Höhe der Umsätze. „Der Kurs, bei dem sich der größte Ausgleich ergibt, wird Einheitskurs.[101])

[99]) S c h n e i d e r - D a h l h e i m, Usancen der Berliner Fonds-Börse, 1930, S. 134.

[100]) Je zwei Makler schließen sich in Berlin zu einer sog. Maklergruppe zusammen.

[101]) Bankwissenschaft 1927/28 S. 544 ff., Prof. S o m m e r f e l d, Der Einheitskurs.

Vgl. dazu auch Zeitschr. f. Handelswissensch. u. Handelspraxis 1926, Heft 12, wo Prof. S o m m e r f e l d die Ermittlung des Einheitskurses auf graphischem Wege erklärt und beweist, daß nur diese Methode der Einheitskursermittlung eine eindeutige Lösung bringt.

Was uns in dem Zusammenhang aber hauptsächlich interessiert, ist, daß bei der beschriebenen Art der Kassanotierung die Beeinflussung des Kurses durch irgendwelche Interessenten verhältnismäßig leicht durchführbar ist. Wer im Augenblick der Kursfeststellung, im Augenblick des sogenannten Kursmachens vor der Maklerschranke anwesend ist, kann durch Aufträge, die er in diesem Moment noch in den betreffenden Markt hineingibt, die Kurse nach seinen Wünschen regulieren. Die Situation läßt sich mit einem Blick überschauen, sehr schnell kann man sich über das gesamte Angebot und die gesamte Nachfrage, die an dem betreffenden Börsentage vorliegen, unterrichten.

Die Intervention ist demnach am Kassamarkt sehr einfach zu bewerkstelligen. Es bedarf hierbei keiner intensiven Marktkontrolle in dem Sinne, daß die Preisbildung dauernd überwacht werden müßte. Nein, die interessierten Banken brauchen falls die Intervention hier am Einheitsmarkt vorgenommen wird, nur in den wenigen Minuten der Kursfeststellung anwesend zu sein, mit einem einzigen regulierenden Auftrag ist die Sache abgetan. Die ganze übrige Zeit können sie die Kursentwicklung ohne irgendwelche Gefahr sich selbst überlassen.

Im Unterschied dazu haben wir es beim Schwankungs-[102] wie Terminmarkt, von den in der Anmerkung[103]) verzeichneten Ausnahmen abgesehen, mit fortlaufenden Kursen zu tun. Hier zeigen die Preise ein ständig wechselndes Bild. Ja, an diesen beiden Märkten ist, wenigstens theoretisch gesehen, durchaus denkbar, daß jeder Kurs in einem bestimmten

[102]) Der Schwankungsmarkt an der Berliner Börse ist eine Institution neueren Datums. Vor dem Kriege gab es ihn nicht. Er wurde vielmehr während des Krieges (am 1. Dezember 1917), als der Terminhandel verboten war, als Ersatz für diesen eingeführt. Daß sich dieser Großkassa-Verkehr bewährt hat, scheint aus der Tatsache hervorzugehen, daß man trotz der Wiedereinführung des Termingeschäfts (1. Oktober 1925) den Ersatz hat weiter bestehen lassen.

[103]) Am Terminmarkt wird der erste Kurs und der Schlußkurs genau wie am Einheitsmarkt festgestellt. Das gleiche gilt vom Anfangs-Kassa- und Schlußkurs am variablen Markt.

Papier von dem andern differiert, also jedes Geschäft beispielsweise in Dresdner-Bank-Aktien zu einem individuellen Kurse abgeschlossen wird. Darüber darf auch nicht die bei uns übliche Notierungsart hinwegtäuschen, die nur die sog. Eckkurse in den Kursblättern in Erscheinung treten läßt. Es werden zumeist nämlich nur die Anfangs- und Schluß-, Höchst- und Niedrigstkurse vermerkt. Lansburgh[104]) hat den Unterschied zwischen der Notierung am Kassamarkt und der an den variablen und Terminmärkten mit Schutz- und Umsatzprinzip sehr treffend bezeichnet. Denn das ist zweifelsohne der Hauptvorzug der starren Einheitsnotiz[105]), daß sie dem Bankier den sog. Kursschnitt unmöglich macht.

Für die Intervention ergeben sich aber aus der am Schwankungs- und Terminmarkt üblichen Notierungsart unter allen Umständen erhebliche Erschwerungen, die hier um so stärker ins Gewicht fallen müssen, als es sich hinsichtlich der Umsätze von vornherein um größere Summen als am Kassamarkt handelt. Die Schlüsse, wie man die Umsatzmengen an diesen beiden Märkten zu nennen pflegt, haben bestimmte Mindestgrenzen, auf die hier aber nicht näher eingegangen werden kann.[106]) Fernerhin sind auch die Aktienkapitalien der betr. Gesellschaften, die zum Börsenterminhandel zugelassen sind, bedeutend größer als am Kassamarkt.[107])

So ist die Kursregulierung im Gegensatz zum Kassamarkt hier sehr viel schwieriger durchzuführen. Die Kurse müssen dauernd verfolgt werden, denn es können ja auch dauernd Schwankungen eintreten. Außerdem ist es weder am Terminmarkt noch am Schwankungsmarkt möglich, mit derartiger Präzision wie am Kassamarkt bestimmte Stützungskurse zu erreichen. Bei der Einheitskursnotiz kann das regulierende Haus genau übersehen, welchen Erfolg ihre Stützungsaufträge

[104]) Systematik zur Preisbildung, S. 7 ff.

[105]) Die Bank 1912, S. 620.

[106]) Vgl. Schneider-Dahlheim, a. a. O., S. 215 ff., wo die an der Berliner Börse z. Z. fortlaufend und per Termin notierten Werte nebst Mindestschlüssen im einzelnen aufgeführt werden.

[107]) Vgl. Börsengesetz § 50, Absatz 3.

haben. Das entzieht sich zu einem erheblichen Teil sein Kenntnis bei der Vornahme der Intervention am Schwankung und Terminmarkt. Die Interventionspolitik muß hier v labiler gestaltet werden. Die ständig wechselnde Börse situation stellt die am Markt intervenierende Bank auch v ständig neue Entscheidungen. In jedem Augenblick kann e neuer Verkaufsandrang einsetzen, der vielleicht die bis jet gehaltenen Kurse erheblich drücken würde, wenn die inte venierenden Banken nicht sofort eingriffen.

Diese Marktorganisation mit ihren dauernd im Flu befindlichen Preisen verlangt also von den Banken ei ständige Alarmbereitschaft, um jeden Angriff auf das Kur niveau, jedes Baissemanöver sofort im Keim ersticken können, verlangt darüber hinaus aber, daß die intervenierend Häuser nicht nur während der offiziellen Börsenzeit dieser ihr Aufgabe nachgehen, sondern, wie schon oben auseinande gesetzt, bedarf es nicht zuletzt der Marktaufsicht während d Vor- und Nachbörse.[108])

Weil es aber in börsentechnischer Hinsicht sehr viel leich ist, die Intervention am Kassamarkt durchzuführen, würden d Banken, wenn nichts anderes dagegen spräche, die Inte vention ohne allen Zweifel dort ins Werk setzen. D Vorteile, die die Intervention am Kassamarkt gegenüber d Vornahme dieser Maßnahme an den Großverkehrsmärkte hat, sind derart schlagende, daß es nach den vorangegangene Ausführungen geradezu unverständlich erscheint, daß d Banken die Interventionen, wie die Börsenpraxis[109]) zeig in erster Linie auf den Termin- bzw. variablen Märkte betätigen.

Daraus scheint hervorzugehen, daß die Organisation d Preisbildung auf den einzelnen Märkten für die Vornahm der Intervention nicht das Entscheidende sein kann. Den

[108]) B. B. B. 10. Oktober 1929.

[109]) Dafür Beispiele:

1914 wurde die Intervention am Terminmarkt durchgeführt. 191 1924—25 am variablen Markt (Terminhandel verboten bzw. noch nicl wieder eingeführt), 1929 wieder in erster Linie am Terminmarkt.

sonst wäre mit Bestimmtheit anzunehmen, daß die Intervention am Kassamarkt durchgeführt würde.

Was spricht nun gegen eine Intervention am Kassamarkt?

Zunächst muß nachdrücklichst auf die Schwierigkeiten hingewiesen werden, die einer Stützung des Marktes in seiner Gesamtheit im Wege stehen. Man kann es fast als eine glatte Unmöglichkeit hinstellen, daß selbst ein großes Konsortium, beispielsweise an der Berliner Börse mit ihren ca. 2000 notierten Effekten, die gesamte Börse, d. h. in diesem Falle durch Aufnahme jedes einzelnen Papiers, zu stützen in der Lage ist. Rein technisch gesehen würde die Durchführung schwer fallen, ferner aber, und das ist in diesem Zusammenhang noch von größerer Bedeutung, man liefe Gefahr, die Mittel, die man zur Stützung zusammengebracht hat, zu verzetteln und auf diese Weise mit der Intervention einen Mißerfolg zu erzielen. Eine Hauptforderung der Interventionspolitik heißt deshalb Beschränkung. Da eine Gesamtintervention ein gewissermaßen aussichtsloses Unternehmen darstellt, muß eine Teil-Intervention ins Werk gesetzt werden. Die Stützungsaktion kann nur bestimmte Werte umfassen, und die Frage liegt nahe, nach welchen Gesichtspunkten die Auswahl dieser Werte vorgenommen werden soll.

In erster Linie dürfte dafür entscheidend sein, welche Bedeutung die einzelnen Papiere im Rahmen des Gesamtbörsenverkehrs haben. Wird nur in einigen Werten interveniert, so ist allzu natürlich, daß dann diejenigen Werte herausgesucht werden, die für die Gesamttendenz den Ausschlag geben. Die „leitenden Spekulationspapiere, die Barometer der Börsenstimmung sind“[110]), kommen dafür in erster Linie in Betracht. Es sind diejenigen Effekten, die die Gesamttendenz am besten widerspiegeln. „Das wichtigste Gebiet der Effektenbörse, d. h. das Gebiet, auf dem die bedeutendsten Umsätze stattfinden und das für die „Tendenz“, die Richtung der Börsenbewegung, ausschlaggebend ist, ist der Termin-

[110]) H. W. B. d. St. W. 2. Aufl. S. 1040.

verkehr oder Ultimoverkehr."[111]) Der Terminmarkt muß a dem Grunde bei derartigen Stützungsaktionen die bevorzug Rolle spielen. Bei der Größe dieses Marktes[112]) ist es alle dings notwendig, auch hier wieder eine Auswahl zu treffe Der Kreis der zu beobachtenden Papiere ist demnach imm kleiner geworden. Hatten wir zunächst den Gesamtmarkt i Auge, so beschränken wir uns alsdann auf den Terminmar und innerhalb dieses schon stark eingeengten Rahmens sin es wieder die „Führerpapiere", die unser besonderes Interes in Anspruch nehmen.

„Unter den Terminpapieren zeichnet sich wiederum ei Führerpapier aus, das gewissermaßen das Spekulationsobje an sich verkörpert und weniger die Verhältnisse der bet Gesellschaft als vielmehr die allgemeine wirtschaft liche und politische Lage widerspiegelt."[113]) Letztere ist das Entscheidende, die Börsentendenz wird in dem ein Papier sozusagen materialisiert, nimmt in diesem Papi gleichsam Form und Gestalt an.

Das Interventionskonsortium wird diesem Führerpapie zweckmäßigerweise sein ganz besonderes Interesse bezeuge eben aus dem Grunde, weil die feste Haltung dieses Markte sich der Gesamtbörse mitteilt und sogar eine gewisse allg meine Befestigung hervorrufen kann. Der Kursstand dies Aktie ist gleichsam „Exponent des Gesamtkursniveaus", de andererseits wiederum „dieses Gesamtkursniveau nicht weni beeinflußt."[114])

Allerdings dürfte eine derartig spezialisierte Intervention die nur einen einzigen, wenn auch den Hauptspekulations markt, begreift, schwerlich zum Ziele führen. Denn einma kann man in den meisten Fällen gar nicht von „einem" Führerpapier sprechen, zumeist handelt es sich um ein

[111]) Kahn-Naphtali, Wie liest man den Handelsteil einer Tageszeitung, Frankfurt 1930, S. 21.

[112]) Beispielsweise werden an der Berliner Börse z. Z. 88 Werte per Termin notiert. Schneider-Dahlheim a. a. O. S. 217/8.

[113]) Prion, a. a. O. S. 157 Anmerkung.

[114]) Der deutsche Ökonomist, 24. Oktober 1929, S. 1392.

ganze Reihe von derartig favorisierten Werten[115]), wobei noch gewisse Gradunterschiede gemacht werden können, insofern als vielleicht tatsächlich das eine oder andere Papier eine ganz besondere Bevorzugung seitens der Spekulation erfährt. Außerdem muß, wenn man auch nur einen beschränkten Kreis von Werten gegenüber der Baissespekulation verteidigt, die Zahl dieser Papiere ein gewisses Minimum überschreiten, weil naturgemäß der Einfluß von, sagen wir, 15 bis 20 Werten, die feste Haltung zeigen, auf die Börsenentwicklung stärker sein muß als der Einfluß von nur zwei oder drei Papieren.

So sehen wir denn auch, daß der Kreis der zu stützenden Papiere bei den meisten stattgehabten Interventionen ein verhältnismäßig großer ist. So spricht die Frankfurter Zeitung[116]) 1918 von „rund vier Dutzend Industrie-Gesellschaften, deren Aktien in die Kursregelung einbezogen sind". Bei der Intervention, die im Frühjahr 1925 ins Werk gesetzt wurde, beobachtete das Konsortium zunächst „15 Papiere des Großverkehrs"[117]), kurze Zeit darauf wurde dieses Programm noch erweitert, leider erfahren wir nicht, auf wieviel Werte.

Immerhin, die Erkenntnis ist wichtig genug, daß das Inverventions-Konsortium nur eine Teil-Intervention ins Werk setzt, bestimmte Werte herausgreift und diese vor allen kursdrückenden Mächten zu schützen sucht, um auf dem Umwege über die Befestigung dieser Spezialmärkte der ganzen Börse eine Stütze zu bieten.

[115]) Börsenfavoriten der letzten Jahre waren in erster Linie die J.-G.-Farben-Aktie, die Kunstseidenpapiere, die Sprechmaschinenwerte (Polyphon, Lindström), Schiffahrtsunternehmungen, Großbanken und endlich, wenn auch in geringerem Umfange, Warenhauswerte.

	Höchstkurse	Höchstdividende in Prozent:
J. G. Farben	384,50 (Nov. 26)	12
Ver. Glanzstoff	867,25 (Mai 28)	18
J. P. Bemberg	669,— (Juni 28)	14
Polyphon	570,— (Juli 28)	20
Lindström	1198,— (Dez. 28)	20
Karstadt	273,75 (Mai 28)	12

nach Neumanns Kurstabellen Jahrgänge 1926—28.

[116]) F. Z. 21. 12. 1918.

[117]) M. d. W. 1925, S. 423.

Um einmal konkrete Beispiele zu geben, in welchen Werten von den Banken hauptsächlich interveniert worden ist, lassen wir jetzt eine Zusammenstellung von Papieren folgen. Das Material ist in erster Linie Buchwalds Börsen-Berichten und dem Magazin der Wirtschaft entnommen und bezieht sich auf die Stützungsaktion vom Herbst 1929 in Deutschland.

Interventionskäufe erfolgten damals in: Kali, Aschersleben, Klöckner-Werke, Siemens & Halske, Stahlverein, Phönix, Farben, A. E. G., Salzdetfurth, Westeregeln, Rheinstahl, Gesfürel, Rombacher, Mannesmann, Norddeutscher Lloyd, Hapag, Bankaktien.

Wir finden also in erster Linie Werte der sog. Schwerindustrie, Kalipapiere, Elektroaktien, Chemische und Schiffahrtswerte und endlich Bankaktien, was immerhin ein ziemlich umfassendes Programm bedeutet. Es handelt sich demnach um die Standardwerte des deutschen Kurszettels, um Papiere von internationaler Bedeutung.

Aus einem anderen Grunde noch wird die Intervention in erster Linie an den Schwankungs- bzw. Terminmärkten vorgenommen. Die genannten Märkte stellen, wie schon erwähnt, das Hauptbetätigungsfeld der Spekulation dar.

„Der Kassamarkt ist in höherem Grade Domäne des Anlage suchenden Publikums, der Terminmarkt und der variable Markt mehr Arbeitsgebiet des spekulativen Börsenhandels, daraus ergibt sich wieder, daß der Terminmarkt meist schneller reagiert als der variable Markt und dieser wieder schneller als der Kassamarkt.“[118])

Dieses schnellere Reagieren des Terminmarktes verlangt deshalb von den Banken gerade auf diesem Markt eine erhöhte Wachsamkeit. Man darf die Spekulation sich nicht derartig hier betätigen lassen, daß durch dauernde Blankoverkäufe[119]) die Kurse immer weiter gedrückt werden.

[118]) Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung 1926, Heft 1, S. 37.

[119]) „Fast täglich wurde von der berufsmäßigen Spekulation ein einzelnes Papier herausgesucht und zum Gegenstand eines förmlichen Baisse-Angriffes gemacht.“ — M. d. W. 1929, S. 1475.

Auf einen anderen Faktor sei noch hingewiesen, der die Terminmärkte in der Nachkriegszeit noch stärker als früher in den Vordergrund gerückt hat, das ist die Konzentrationsbewegung in der Industrie, die gerade im letzten Jahrzehnt Ausmaße angenommen hat, die man früher nicht für möglich gehalten hätte. Die zunehmende Vertrustung und betriebliche Zusammenfassung innerhalb der Wirtschaft gab der Börsenphantasie dauernd neue Nahrung, brachte es mit sich, daß die Terminaktien durch die einseitige Bevorzugung dem Gesamtmarkt weit vorauseilten und bewirkte, daß die Tendenz des Terminmarktes ausschlaggebend für die Gesamttendenz der Börse wurde. Die umfangreichen Käufe des Auslandes, in erster Linie Amerikas, trugen nicht wenig dazu bei, die Nachfrage nach Terminpapieren um ein Vielfaches zu erhöhen. Denn von dieser Seite wurden nur die repräsentativen Werte von internationalem Ruf gekauft. Wenn man sich aber vor Augen hält, welch maßgeblichen Einfluß gerade diese Auslandsorders in den Jahren 1926 und später auf die Börsenentwicklung hatten, so muß festgestellt werden, daß der Terminmarkt einen sehr starken Stimulus von dort her erhalten hat.

Besonders deutlich trat diese allgemeine Bevorzugung der Terminpapiere im Verlauf des ersten Halbjahres 1926 in Erscheinung, die Ultimowerte waren damals nach Berechnungen der Deutschen Bank durchschnittlich um 23 % mehr gestiegen, als die Gesamtheit der übrigen an der Berliner Börse zugelassenen Papiere.[120])

Diese Erscheinung läßt sich nun sehr häufig am Effektenmarkt beobachten. Der Terminmarkt hat die Führung, der variable und der Kassamarkt, letzterer allerdings in noch größerem Abstande, hinken der Entwicklung nach und holen den Vorsprung, den der Terminmarkt gewonnen hat, erst allmählich ein.[121])

[120]) Juniheft 1926 der „Wirtschaftlichen Mitteilungen der Deutschen Bank."

[121]) Vgl. dazu Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung 1926, Heft 2, S. 14.

Schließlich sei noch kurz auf eine Einrichtung neueren Datums verwiesen, die ebenfalls die beherrschende Rolle, die die Terminpapiere bezüglich der Börsentendenz spielen, noch verstärkt haben dürfte, das ist die sog. Tickeranlage der Berliner Börse, die nach amerikanischem Vorbild geschaffen worden ist. Sie ist in den Börsensälen an sichtbarer Stelle angebracht und führt sämtliche Terminpapiere und die wichtigsten variablen Papiere auf. In 3 Kolonnen werden die Kurse bekanntgegeben, und zwar derart, daß in der ersten Kolonne die Anfangskurse, in der zweiten die jeweils fortlaufenden Kurse und in der dritten Kolonne die Schlußkurse mitgeteilt werden. Die Anlage ist technisch sehr leicht zu bedienen, die Kursmakler tun dies von ihrem Platze aus.

Für die Tendenz ist diese Apparatur äußerst wichtig. Die Börsenbesucher können sich jetzt mit einem Blick über die Kursentwicklung informieren, während sie vordem erst den Markt jedes einzelnen Papiers aufsuchen mußten.[122])

In derselben Richtung ist die Wirtschaftsberichterstattung unserer Tageszeitungen zu bewerten. In den Börsennachrichten der einzelnen Blätter nehmen die Schilderungen der Vorgänge am Termin- und variablen Markt weitaus den größten Raum ein, was natürlich auch dazu beitragen muß, daß die Lage des Terminmarktes letzthin dem Gesamtmarkt ihren Stempel aufdrückt.

Die voraufgegangenen Ausführungen machen also, um es nochmals zusammenzufassen, sehr deutlich, daß unter heutigen Verhältnissen, wenn überhaupt, dann eine Intervention am Terminmarkt am ehesten von Erfolg begleitet sein wird.

[122]) Als einen gewissen Nachteil dieser Tickeranlage wird man es bezeichnen, daß Stimmungs- und Tendenzwechsel jetzt mit viel größerer Schnelligkeit als früher sich von Markt zu Markt übertragen müssen.

Dritter Hauptteil.

Neuere Entwicklungstendenzen im Bank- und Börsenwesen und ihre Einflüsse auf die Intervention.

§ 5.

Interventionserleichternde Tendenzen.

Die Bankenkonzentration.

Die Konzentration im Bankwesen eine neuere Entwicklungstendenz nennen zu wollen, scheint auf den ersten Blick ein gewagtes Unternehmen, lassen sich doch diese Kräfte der Assoziation und Akkumulation im Bankwesen schon von der Jahrhundertwende ab und früher verfolgen. Rießers[123]) großes, hier schon mehrfach zitiertes Buch berichtet uns über diese erste Epoche der Konzentration. Daß heute aber vielleicht mehr denn je diese Tendenz spürbar ist und wir also mit Recht von einer neueren Entwicklung sprechen können, zeigt eine kurze historische Betrachtung.

Während des Krieges waren — aus begreiflichen Gründen, weil andere Aufgaben näherlagen — derartige Bestrebungen nicht in dem Maße zu bemerken. In den Inflationsjahren aber, insbesondere als in ihren letzten Ausläufern als Folge der ungeheuren Geldentwertung eine beispiellose Hausse am

[123]) J. Rießer, Die deutschen Großbanken und ihre Konzentration, 4. Aufl., Jena 1912.

Vgl. zur neueren Entwicklung: Dr. W. Strauß, Die Konzentrationsbewegung im deutschen Bankgewerbe, Berlin und Leipzig 1928, und Dr. W. Fendler, Zur Kapitalkonzentration der Berliner Großbanken 1914—1923, Berlin 1928.

Effektenmarkt einsetzte, trat sogar ein Rückbildungsprozeß ein. Infolge Arbeitsüberlastung war es den Aktienbanken zuletzt nicht mehr möglich, die kleinen Orders ihrer Kundschaft noch weiterhin zur Ausführung zu bringen; in diese Lücke sprang der Privatbankier ein, eine Hochflut neuer Gründungen setzte ein, die in erster Linie von der Spekulationswut des Publikums lebten. Daneben waren es noch das Effektenemissionsgeschäft und der Devisenhandel, die der Bankwelt große Gewinne brachten.

Die Entwicklung verlief also in diesen Jahren umgekehrt, brachte sie doch statt Zentralisation Dezentralisation.

Die Stabilisierung bereitete dem durch die Inflation unsinnig überhöhten Kursgebäude einen jähen Zusammenbruch, auf der anderen Seite stellte sich aber heraus, daß diese Scheinblüte der Börse eine ungeheure und nicht weniger ungesunde Übersetzung des Bankapparates zur Folge gehabt hatte.

Der vom Jahre 1924 einsetzende Konzentrationsprozeß innerhalb des deutschen Bankwesens war also in gewissem Sinne eine zwangsläufige Erscheinung, eine Reaktion auf die Zeit vorher. Einige Zahlen zur Illustrierung dieser Zusammenschlußbewegung! Die Bilanzsumme[124]) bei den Berliner Großbanken hob sich von

6 766,7 Mill. RM. 1913
auf 12 760,0 Mill. RM. 1930.

Aufgesogen wurden von den Berliner Filialgroßbanken[125]) (innerhalb der Jahre von 1914 bis 1928) insgesamt 210 Institute, und zwar 129 Privatbankfirmen, 66 Provinzaktienbanken, 15 Genossenschaftsbanken, wobei noch besonders hervorgehoben werden muß, daß zum Unterschied zur Vorkriegszeit, wo man losere Bindungen anwandte, heute die Vollfusion den üblichen Weg der Konzentration darstellt.

[124]) Enquete über den Bankkredit, S. 7 bzw. S. 10.

[125]) Unter Filialgroßbanken sind hier die Großbanken mit Filialnetz verstanden. Bekanntlich sind nur die Berliner Handelsgesellschaft und die Reichskredit-Gesellschaft auf Berlin beschränkt.

Ohne jedoch auf Einzelheiten hier eingehen zu wollen, sei noch kurz auf den internationalen Charakter der Konzentrationsbewegung im Bankwesen hingewiesen. In fast allen Ländern können wir diese Tendenzen bemerken, wenn sie auch nicht überall so stark spürbar sind wie in Deutschland und den Vereinigten Staaten. Gerade in U. S. A., dem Land der Rekorde, haben die großen Banken anscheinend den Ehrgeiz, die „Big Five", die fünf großen Londoner Depositenbanken zu überflügeln und ihnen das „Blaue Band"[126]) der Führerschaft zu entreißen. In Frankreich und Belgien hat die Konzentration ebenfalls große Fortschritte gemacht, und was Österreich anlangt, so brauchen wir nur an die schon erwähnte Fusion der Allgemeinen Österreichischen Kredit-Anstalt mit der Österreichischen Kredit-Anstalt zu erinnern, um zu zeigen, daß auch dort sich diese Kräfte geregt haben. Daher ist die Feststellung, daß „fast kein Land" von der Konzentrationsbewegung „unberührt geblieben"[127]) ist, durchaus am Platze.

Welche Konsequenzen ergeben sich nun aus der Banken-Konzentration für die Intervention?

Straffe Zentralisierung, so hatten wir oben gesehen, stellt für die Vornahme der Stützungsaktionen einen nicht zu unterschätzenden Vorteil dar. Je weniger Banken in dem Interventions-Konsortium sitzen, um so erfolgreicher kann die Manipulierung des Marktes vorgenommen werden. Denn bei der Bankpolitik im allgemeinen wie speziell bei der Interventionspolitik gilt tatsächlich das alte Sprichwort:

tot capita —
quot sensus.

Eine Verringerung der Köpfe innerhalb des Interventions-Konsortiums kann sich demnach nur günstig auswirken, wird es doch dann im allgemeinen leichter fallen, die entgegenstrebenden Interessen auszugleichen. Ebenso ist klar, daß unter

[126]) Dr. Schulte, Die neuesten amerikanischen Bankfusionen. Bankwissenschaft 1929/30, S. 546.

[127]) Dr. L. Rapcsak, Die Konzentrationsbewegung im internationalen Bankgewerbe. Bankwissenschaft 1929/30, S. 897 ff.

solchen Voraussetzungen ein einheitliches Vorgehen eher gewährleistet sein wird.

Mit dieser Verringerung der Köpfe geht die Zunahme der Kapitalkraft des einzelnen Instituts Hand in Hand. Die Intervention kann jetzt von einem kleineren Kreis von Banken vielleicht mit größeren Mitteln ins Werk gesetzt werden, als vorher, wo eine größere Zahl von Instituten über geringere Kapitalkraft verfügte. Das bedeutet also Machtverstärkung in doppelter Richtung, was in heutiger Zeit besonders willkommen sein muß. Denn heute, wo der Defaitismus an der Börse schon beinahe ungeheuerlich genannt werden muß und der Verkaufsandrang von Publikum und Spekulation dementsprechend groß ist, kann nur eine Bankwelt, die Riesenkapitalien hinter sich hat, es sich erlauben, Dutzende von Millionen RM. auf längere Sicht in Effekten anzulegen, wie es beispielsweise 1929 bei uns der Fall war.

Demnach stellt die Konzentration im Bankwesen nach allem für die Intervention einen Vorteil dar. Die Zielsetzung wird vereinheitlicht, die Stoßkraft durch die erhöhten Eigenkapitalien bedeutend gesteigert. Ebenso wird auch die Kreditpolitik, die, wie wir oben gesehen hatten, gerade bezüglich der Reportgelder alles andere als „Planwirtschaft" genannt werden kann, durch eine Zentralisierung insbesondere der Großbanken eine einheitlichere Note bekommen.

§ 6.

Interventionserschwerende Tendenzen.

1. Der Rückgang der Bankenliquidität.

Stellte die Bankenkonzentration, wie wir sahen, einen Vorteil für die vorzunehmenden Interventionen dar, so wirken die jetzt zu behandelnden Momente, nämlich die Entwicklung der Bankenliquidität und die Börsenkonzentration in entgegengesetzter Richtung.

Wir beschäftigen uns zunächst mit der Bankenliquidität.

Die Goldmarkbilanzen vom Jahre 1924 offenbarten sehr drastisch, welche immensen Kapitalverluste unsere Großbanken erlitten hatten.

Folgende kleine Aufstellung[128]), die die Zusammenlegung des Aktienkapitals bei den — D-Banken aufzeigt, soll das verdeutlichen. — Danach legten zusammen:

die Disconto-Gesellschaft im Verhältnis von	6½ : 1,
die Deutsche Bank im Verhältnis von	10 : 1,
die Dresdner Bank im Verhältnis von	12½ : 1,
die Darmstädter- u. National-Bank im Verhältnis von	10 : 1.

Aus 1000 Millionen Goldmark Aktienkapital vor dem Kriege waren 388 Millionen RM. nach dem Kriege geworden, die Eigenkapitalien waren demnach fast auf ein Drittel zusammengeschmolzen.

Um so dringender machte sich deshalb das Bedürfnis geltend, diese Lücke durch verstärkte Heranziehung von fremden Geldern zu schließen.

Auslandskredite spielten damals die Hauptrolle unter den fremden Geldern der Banken, gehen doch die Schätzungen weitgehend darin konform, daß der Anteil der Auslandsguthaben an der Gesamtkreditorensumme der deutschen Großbanken sich zwischen 40 bis 50 % bewegt (nach Solmssen a. a. O. S. 14 50 %, nach der F. Z. vom 24. 3. 1929 43 %, z. T. trifft man auch auf Schätzungen über 50 %).

Doch bei der Frage der Auslandskredite stehen wir schon mitten drin in dem Komplex, der sich mit dem Problem der Bankenliquidität befaßt.

Die folgende sehr instruktive Tabelle, die die Liquiditätsverhältnisse bei den Berliner Großbanken in den Jahren 1924 bis 1930 mit dem Status von 1913 vergleicht, zeigt sehr deutlich, wie ungünstig sich die Dinge entwickelt haben, zeigt weiterhin, daß das Liquiditätsproblem in der deutschen Bankpolitik unserer Tage eine viel größere Bedeutung denn je hat.

[128]) Nach Georg Solmssen, a. a. O. S. 14.

cf. auch Enquete über den Bankkredit. S. 50, wo für 13 Großbanken Kapital und Reserven 1913 mit 3077,1 Mill. M., 1928 mit 998,7 Mill. M. angegeben werden.

Die Liquiditätsverhältnisse[129]) bei den Berliner Großbanken.[130])

Jahresende	Kasse + Giroguthaben	1 + Nostroguthaben	2 + Wechsel- + Reports und Lombards	Kredite innerhalb 7 Tagen fällig + Guthaben deutscher B.	Gesamtverpflichtungen	Bar-Liquidität Sp. 1 in % von Sp. 4	Erweiterte Barliquidität Sp. 2 in % von Sp. 4	Gesamtliquidität Spalte 3 in % von Spalte 5
	1	2	3	4	5	6	7	8
	Millionen M. bzw. RM.					%		
1913	334	634	2948	2696	5503	12,4	23,3	53,6
1924	183	800	1680	1869	3132	9,8	42,8	53,6
1925	229	859	2193	2344	4649	9,8	36,6	47,4
1926	246	1005	3234	3137	6149	7,8	32,0	52,6
1927	309	1298	3637	3333	7712	9,3	38,9	47,2
1928	369	1493	4615	4595	9847	8,0	32,5	46,9
1929	382	1553	4857	4892	11446	7,8	31,7	42,4
Mitte 1930	260,9	1224	4718	5205	11677	5,0	23,5	40,4

[129]) Enquete über den Bankkredit, S. 137.

[130]) Deutsche Bank, Disconto-Gesellschaft, Dresdner Bank, Darmstädter und Nationalbank, Commerz- und Privatbank.

Am auffälligsten erscheint vielleicht der Rückgang der Barliquidität, die sich von 12,4 auf 5 % gesenkt hat, aber auch die Gesamtliquidität ist von 53,6 auf 40,4 % beträchtlich zurückgegangen.

Mit Recht betont aber der Enquetebericht[131]), daß aus den Zahlen allein die Verschlechterung der Liquiditätsverhältnisse nicht abgelesen werden kann. Es ist notwendig, sich im einzelnen kurz mit den Faktoren zu beschäftigen, die schuld an dieser anscheinend unaufhaltsamen Entwicklung sind.

Eine ganze Reihe von Ursachen lassen sich dafür anführen. Einmal sind die Kreditoren der Banken (jetzt ist an die inländischen gedacht) in viel stärkerem Umfange als früher als unsichere Einlagen anzusprechen, die die Neigung haben, sehr rasch wieder abgehoben zu werden.

Zwei andere wichtige Momente hängen mit der Entwicklung der Verhältnisse auf dem Effektenmarkt zusammen. Die von den Banken an Industrie und Handel gewährten Kontokorrentkredite frieren heute — eine Folge der schweren Depression — häufig ein, und besonders ungünstig muß es sich da auswirken, daß die Möglichkeit, diese Kredite durch Emission zum Auftauen zu bringen, in den letzten Jahren immer geringer geworden ist.

Die Reportkredite haben ihren Charakter als flüssige, jederzeit liquidierbare Anlage ebenfalls in recht erheblichem Umfange eingebüßt. Die Betrachtung der Vorgänge an den deutschen Börsen zeigt vielmehr sehr deutlich (besonders kraß trat das am 13. Mai 1927 in Erscheinung), daß der Effektenmarkt auf Kreditkündigungen recht empfindlich reagiert und damit den Banken, dieses Mittel der Liquiditätspolitik anzuwenden, nahezu gänzlich verbietet.

Der Rückgriff auf die Reichsbank durch Diskontierung ihres Wechselportefeuilles wurde unseren Kreditbanken durch die Kreditrestriktionen[132]) des Zentralnoteninstituts des öfteren

[131]) Vgl. zum Folgenden Enquete über den Bankkredit, S. 138 ff.

[132]) Mit Recht betont J. Landmann im Archiv f. Soz.-Wiss. und Soz.-Pol. 63. Bd. S. 15: „Kreditrestriktionspolitik der Notenbank ist Diskontpolitik auf dem Rücken der Kreditbanken."

unmöglich gemacht, damit verlor die Anlage, die „in der Vorkriegszeit für die Liquiditätspolitik der Banken eine überragende Bedeutung[133]) gehabt hatte, ebenfalls sehr an Wert.

Den empfindlichsten Punkt der Liquiditätspolitik stellen aber ohne Zweifel die Auslandsverpflichtungen dar, in erster Linie natürlich die auf kurze Sicht. Wie schon betont, erreichen diese Kredite nahezu 50 % der Kreditoren unserer Banken, also einen recht bedeutenden Prozentsatz.

Das Verhältnis zwischen kurzfristigen Verpflichtungen und kurzfristigen Forderungen deutscher Banken gegenüber dem Auslande, darauf muß an dieser Stelle nun nachdrücklichst hingewiesen werden, ist in den letzten Jahren immer ungünstiger geworden, was insbesondere aus der dritten Spalte der folgenden Tabelle deutlich hervorgeht:

Die Entwicklung der kurzfristigen Auslandsverpflichtungen.[134])

Zeitpunkt	Verpflichtungen	Forderungen	Saldo	
Ende 1926	3,5	1,8	1,7	
Ende 1927	5,7	2,3	3,4	
Mitte 1928	6,0	2,3	3,7	
Ende 1928	7,6	3,2	4,4	
Mitte 1929	7,2	3,3	**3,9**	zurückgegangen
Ende 1929	8,6	3,6	**5,0**	
Mitte 1930	9,2	3,7	5.5	

[133]) Enquete über den Bankkredit S. 148.

[134]) Enquete über den Bankkredit S. 81. Das Statistische Reichsamt kommt in dieser Frage zu wesentlich günstigeren Ergebnissen. Per 31. 12. 1929 werden die Verpflichtungen auf 8 605 Mill. RM., wie in obiger Tabelle, beziffert, während die Forderungen mit 4 472 Mill. RM. fast 900 Mill. höher angegeben werden. (Wirtschaft und Statistik, 2. Nov.-Heft, S. 891/3.)

Wie notwendig ein starkes Devisenportefeuille ist, zeigten die Vorgänge im Frühjahr 1929 und im Herbst 1930, wo die überstürzten Abzüge[135]) ausländischer, in erster Linie französischer Guthaben unsere Kreditbanken und im weiteren Verfolg die Reichsbank in größte Verlegenheit setzten.

Es bedarf kaum noch besonderer Betonung, daß die geschilderte Verschlechterung der Liquidität unserer Bankwelt, die sich „seit der Stabilisierung gewissermaßen zwangsläufig vollzogen"[136]) hat, den vorzunehmenden Interventionen sehr hinderlich im Wege stand. Die Neigung, Effekten auf längere Sicht in die Portefeuilles zu nehmen, mußte bei den Banken in demselben Umfange abnehmen, als ihre Liquidität zurückging. Der Interventionstätigkeit der Banken sind somit heute zweifellos viel engere Grenzen gezogen als früher, wo man einen bedeutend größeren Spielraum hinsichtlich der Anlagepolitik hatte. Besonders ungünstig mußte sich in diesem Zusammenhange noch der Umstand auswirken, daß gerade hinsichtlich der Lombardfähigkeit der Effekten die Reichsbank ihre Ansprüche gegenüber der Vorkriegszeit erhöhte[137]), was zu einer starken Verminderung der Effekten-Lombardausleihungen unseres Zentralnoteninstituts und auf der anderen Seite zu einer erhöhten Einreichung von Wechseln als Beleihungsgrundlage führte. Hier ist die Feststellung von Interesse, daß die aufgenommenen Interventionseffekten heute

[135]) Diese Abzüge ausländischer Guthaben bei unseren Banken nahmen zeitweise immensen Umfang an. Der Enquetebericht führt als Beispiele zwei Berliner Großbanken an, wo in dem einen Fall innerhalb von 5 Monaten (vom 31. Dezember 1928 bis zum 31. Mai 1929) „die ausländischen Verzinsungsgelder in fremder Währung um 18 %, die in Reichsmark um 36,7 %" abnahmen, im anderen Falle vermehrten sich die ausländischen Kreditoren in fremder Währung um 6,11 %, während die Reichsmarkgelder um 36 % abnahmen. — Enquete über den Bankkredit, Seite 104.

[136]) Enquete über den Bankkredit, S. 138.

[137]) Vgl. Enquete über den Bankkredit, S. 138/39, ferner Enquete über die Reichsbank, S. 34, und insbesondere Seite 36, wo die Tabelle VII das Ausmaß der Verschiebung zwischen Wechsel- und Effekten-Lombards kenntlich macht.

eine z. T. faktisch illiquide Anlage darstellen, was natürlich für die Bankleitungen ein sehr wesentlich ins Gewicht fallendes und der Intervention entgegenstehendes Moment bedeuten mußte.

2. Die Zentralisierung des Börsengeschäfts nach Berlin.

Hand in Hand mit der geschilderten Bankenkonzentration[138]) mußte eine Zentralisierung des Börsengeschäfts in Berlin gehen, es ist dieselbe Erscheinung, die wir auch in Frankreich[139]), in Österreich und den Vereinigten Staaten usw. beobachten können. Das Erstarken der Großbanken führt zu einer Bevorzugung des zentralen Börsenplatzes und auf der anderen Seite zu einer Vernachlässigung der Provinzbörsen. Diese Entwicklung vollzieht sich also in gewissem Sinne zwangsläufig, und außerdem hat Wormser Recht, wenn er betont:

„Eine gewisse Tendenz zur Börsenkonzentration wird ja immer darin gegeben sein, daß die Wahrscheinlichkeit des glatten Ausgleichs von Angebot und Nachfrage und insofern die Aussicht auf eine richtige und gleichmäßige Kursbildung mit der Größe der Börse wächst."[140])

Für die Preisbildung kann also eine derartige Börsenkonzentration sehr von Vorteil sein, werden die Aufträge doch nicht zu sehr zersplittert und kann der Kursausgleich am

[138]) „Eine der wesentlichsten Wandlungen im Aufbau der deutschen Bankwirtschaft besteht in dem Zurücktreten des selbständigen provinziellen Bankgewerbes, und zwar sowohl der selbständigen provinziellen Aktienbanken wie der lokalen Privatbankfirmen".

Enquete über den Bankkredit, S. 11.

Vgl. auch ebendort die aufschlußreichen Tabellen auf S. 12 und 13 sowie die Ausführungen auf S. 14 ff. über die Privatbankfirmen.

[139]) In Frankreich dürfte man neben der Pariser Börse nur noch der Lyoner einige Bedeutung zuschreiben, ebenso ist es in Österreich und den Vereinigten Staaten, wo die Stellung der Wiener bzw. Newyorker Börse durchaus dominierend genannt werden kann.

[140]) Dr. Otto Wormser, Die Frankfurter Börse, Tübingen 1919, Seite 195.

großen Markt, der viele Orders an sich zieht, auch dementsprechend gleichmäßiger vor sich gehen. Das gilt aber, kann man sagen, nur für ruhige Zeiten. In der Krise, bei Börsenderouten, zeigt sich das Gefährliche dieses Systems, und die Vorteile, von denen eben gesprochen wurde, verwandeln sich ins Gegenteil.[141])

Ein Vergleich mit dem Bankwesen soll uns die Dinge verdeutlichen, und zwar möchten wir an dieser Stelle zu dem sogenannten englischen „Ein-Reserve-System“[142]) eine Parallele ziehen. Wie dort in unruhigen Zeiten alles auf die Bank der Banken, eben die Bank von England, zurückgreift, so geschieht das hier im ähnlichen Umfange bei einer allzu straffen Börsenkonzentration mit der Börse der Börsen. Die Verkaufsaufträge strömen insgesamt nach Berlin, der Zentralplatz soll die Liquidität der gesamten Volkswirtschaft gewährleisten. Ein solches „Ein-Reserve-System“ stellt sich dann als schwerer Nachteil dar, die Belastung für den einen Platz ist zu groß, die Kurse werden über Gebühr geworfen, die Baisse wird überspannt.

Demgegenüber können leistungsfähige Provinzbörsen als sehr gutes Regulativ dienen. Wegen des mehr lokalen Charakters des Geschäfts läßt sich hier der Verkaufsandrang leichter bewältigen, nicht zuletzt ist daran zu denken, daß die Privatbankiers, z. T. Hauptbetreuer der Provinzkundschaft (wir denken z. B. an Frankfurt a. M.), einen viel stärkeren persönlichen Einfluß auf ihre Kundschaft auszuüben in der Lage sind, also auch von dieser Seite eher der Abgabenwelle einen Damm entgegensetzen können. Wir haben eben das Hauptgewicht auf „leistungsfähige“ Provinzbörsen legen wollen, denn wenn man „für Stärkung der Börsen im

[141]) „Die Zusammenballung aller wirtschaftlichen und politischen Interessen in einer Großstadt schafft ein Gefahrenmoment von ungeheurer Bedeutung.“

Strukturwandlungen der deutschen Volkswirtschaft, Berlin 1928, II. Band, S. 368.

[142]) E. Jaffé, Das englisch-amerikanische und das französische Bankwesen. — G. d. S. V. 2, Tübingen 1915, S. 198.

Reich“[143]) eintritt, so heißt das noch lange nicht, daß man auf dem Standpunkt steht, alle 22 Börsen in Deutschland hätten ihre Existenzberechtigung. Zum Teil sind sie reine Lokalmärkte oder auch Spezialbörsen (Kuxenhandel), und wir teilen Klebbas Standpunkt durchaus, wenn er ausführt:

„Die Rationalisierung des Börsenverkehrs muß kommen, es ist zweifelhaft, ob die Anzahl von 22 Börsen nicht zu groß und die Organisation der Börsen rational ist.“[144])

So muß man sehr scharfe Unterschiede zwischen den einzelnen Plätzen machen, die Gegenüberstellung Frankfurt, Hamburg, Köln — Zwickau, Magdeburg, Stettin dürfte in diesem Zusammenhang genug sagen.

Besonders Frankfurts Rolle als führende Provinzbörse wird uns noch zu beschäftigen haben.

Es läßt sich nun die Beobachtung machen, daß die „Vernachlässigung der Provinzbörsen“[145]) besonders in stillen Zeiten zu bemerken ist. Dann neigen die Großbanken dazu, das Börsengeschäft nach Berlin zu ziehen, so daß die marktbildende Kraft der Effektenmärkte im Reich doppelt geschwächt wird. Andererseits besteht das Bestreben in Perioden der Börsenhochkonjunktur, die Zentralbörse zu entlasten und wieder in größerem Umfange zum Prinzip der Arbeitsteilung zurückzukehren.

Die Großbanken bevorzugen die Berliner Börse in erster Linie aus eigennützigen Motiven heraus (erhöhte Kompensationsmöglichkeit z. B.), ohne sich darüber klar zu sein, welche gefährlichen Folgen das für sie selbst haben kann, wenn sie so den Provinzbörsen das Wasser abgraben, sei es, daß sie die Aufträge von ihrer Filial- und Depositenkassenkundschaft im Reich nach Berlin leiten, sei es, daß sie bei Börseneinführungen sich auf den Berliner Markt beschränken. Denn die angebliche Stärkung des Zentralmarktes in Zeiten ruhiger Marktentwicklung erweist sich in Krisenzeiten als ausgesprochener Nachteil. Wenn jetzt nicht aufnahmefähige

[143]) M. d. W. 1927, S. 1391.

[144]) Bankwissenschaft 1929/30, S. 785 „Abbau der Provinzbörsen“.

[145]) M. d. W. 1927, S. 589.

Provinzbörsen als Ventile vorhanden sind, wenn ferner die Arbitragemöglichkeiten durch eine „Nur"-Einführung am Berliner Platz in kurzsichtiger Weise von den Großbanken ausgeschlossen worden sind, dann kann sehr leicht der Fall eintreten, daß der Berliner Markt dem Ansturm nicht gewachsen ist. Die Verkaufswelle ist zu groß, die aufnahmebereiten Banken ersticken gleichsam in dem Angebot, das von allen Seiten direkt auf Berlin konzentriert wird.

Für die Intervention, das ist aus den bisherigen Ausführungen schon deutlich hervorgegangen, stellt eine überspannte Börsenzentralisation demnach eine schwere Gefahr dar. Starke Provinzbörsen sind ein sehr wertvoller Bundesgenosse der Intervention. Allerdings wird eine Börsenderoute, die, sagen wir, vom Zentralplatz ihren Ausgangspunkt nimmt, die Provinzbörsen ebenfalls sehr stark in Mitleidenschaft ziehen. Aber man wird hier der Krise in lokalisierter Bekämpfung viel leichter Herr. Denn das Geschäft ist kleiner, die Stützung kann mit geringeren Mitteln durchgeführt werden und auf der anderen Seite vielleicht größeren Erfolg zeitigen. So ist die Feststellung also durchaus berechtigt, daß starke Provinzbörsen, die in der Lage sind, dem allgemeinen Verkaufsandrang Widerstand entgegenzusetzen, sehr wohl in der Lage sind, den Zentralplatz zu entlasten, ihm einen Teil der Ware abzunehmen und damit die Krise zu mildern. Was die deutschen Verhältnisse anlangt, so hat besonders die Frankfurter Börse, ohne Zweifel die bedeutendste Provinzbörse, gerade in den letzten Jahren mehrfach ihre finanzielle Kraft unter Beweis stellen können. Medio Mai 1927 (also der Medio nach dem schwarzen Freitag) soll Frankfurt, allerdings handelt es sich um eine Schätzung, von Berlin für 25 Mill. RM.[146]) Ware übernommen haben, ohne Zweifel ein sehr ansehnlicher Betrag. Ebenfalls hat Frankfurt auch August 1927[147]), wo die Abwicklung der Börsenengagements wiederum Schwierigkeiten machte, die Regulierung durch seine Aufnahmefähigkeit erleichtert. Und

[146]) Vgl. Münchener Dissertationen, S. 260.

[147]) M. d. W. 1927, S. 1391.

das geschah nicht etwa nur an derart kritischen Zahltagen, sondern „ziemlich häufig, namentlich an matten Börsentagen war die Erscheinung zu beobachten, daß Frankfurt der Abgabelust von Berlin gegenüber als Käufer von Terminpapieren auftrat".[148]) Und die Vossische Zeitung spricht weiter von „ansehnlichen Zahlungen" und „achtstelligen Zahlen", woraus zur Genüge hervorgeht, daß es sich nicht gerade um kleine Posten handelt, die im interurbanen Effektenclearing zwischen Berlin und Frankfurt umgingen. Starke Provinzbörsen sind notwendig, sie schaffen gerade in Zeiten der Krise einen Ausgleich und erleichtern den Banken ihre Interventionstätigkeit sehr wesentlich. Deshalb wäre es zweckmäßig, wenn unsere Großbanken in dieser Erkenntnis alles täten, um den Provinzbörsen den Rücken zu stärken. Das gilt einmal von den Börseneinführungen, die man nicht auf Berlin beschränken soll, wie es insonderheit bei den Auslandsanleihen in den letzten Jahren der Fall war, und das gilt weiterhin von den Börsenorders, die man, auch wenn es vielleicht gegen das privatwirtschaftliche Interesse der einzelnen Bank gehen mag, nach Möglichkeit an den provinziellen Plätzen zur Ausführung bringen sollte, damit das Geschäft dort nicht noch weiter zusammenschrumpft, denn eine derartige „Stärkung der Provinzbörsen"[149]) liegt ja nicht nur im Interesse der Volkswirtschaft, sondern auch nicht zuletzt im eigenen Interesse der Banken.

[148]) V. Z. 16. November 1927.

Vgl. dazu auch Strukturwandlungen der deutschen Volkswirtschaft, Berlin 1928, 2. Bd., S. 368. „Während der wiederholten Börsenderouten gerade der jüngsten Zeit hat sich ferner gezeigt, daß die Frankfurter Börse in der Lage war, große Posten von Effekten aus spekulativen Engagements an der Berliner Börse aufzunehmen und damit wesentlich zur Stützung des Kursniveaus beizutragen."

[149]) F. Z. 7. November 1929. Vgl. ferner auch F. Z. 2. September 1927.

Vierter Hauptteil.

§ 7.

Banken-Intervention und Konjunktur.

1. Vorbemerkungen.

Um die volkswirtschaftlichen Auswirkungen der Intervention nachzuweisen, um zu zeigen, wie die Stützungsaktionen Wertpapier- und Warenmarkt im einzelnen Falle beeinflußt haben bzw. generell beeinflussen können, sind den folgenden Betrachtungen die Jahre 1924 bis 1929 zugrunde gelegt.

In mancherlei Hinsicht mag die Wahl der jüngstvergangenen Zeit, die eben erst Geschichte geworden ist, nicht gerade günstig erscheinen. Einmal hat man noch zuwenig Abstand von den Dingen gewonnen, um mit völliger Objektivität über sie urteilen zu können, zum andern sind die vielerlei Strukturwandlungen zu berücksichtigen, die die deutsche Volkswirtschaft in ganz besonderem Umfange während Kriegs- und Inflationszeit durchgemacht hat. Die volkswirtschaftlichen Zusammenhänge sind gestört, die beispiellose Kapitalvernichtung hat grundlegende Änderungen für die Einzelwirtschaft wie für die Gesamtwirtschaft im Gefolge gehabt.

Was uns trotzdem bewog, gerade die letzten sechs Jahre hier zu untersuchen, war zunächst der Umstand, daß wir nicht weniger als drei bedeutungsvolle Stützungsaktionen unserer Banken in dieser Periode beobachten können (nämlich im Jahre 1924, 1925 und 1929), ferner aber, und dieser Punkt ist es vor allem gewesen, der uns nahelegte, den Zyklus 1924 bis 1929 vor weiter zurückliegenden Jahren zu bevorzugen, das Material, was in der Vorkriegszeit über das hier interessierende Gebiet

vorliegt, ist derart spärlich und unzureichend, daß eingehendere Untersuchungen aus diesem Grunde unmöglich gewesen wären.

Vorweg sei noch bemerkt, daß wir für unsere Ausführungen, soweit sie sich mit dem Konjunkturverlauf befassen, die Forschungsergebnisse des Instituts für Konjunkturforschung, Berlin, weitgehend übernommen haben.

Wir lassen an dieser Stelle das Konjunkturschema[150]) des Instituts folgen und wollen damit gleichzeitig zum Ausdruck bringen, daß wir uns an die dort vorgenommene Phaseneinteilung halten werden.

I. **Tiefstand** (Depression).

Geldkreislauf: Die Warenpreise verändern sich wenig, aber eher nach unten als nach oben; die Effektenkurse steigen, wobei die Kurse der festverzinslichen Papiere den Dividendenpapieren vorangehen; der Geldmarkt ist durchaus flüssig.

Güterkreislauf: Die Mengenbewegung erreicht einen Tiefstand, wobei die Produktionswirtschaft der Verbrauchswirtschaft vorangeht; Einfuhr und Ausfuhr stagnieren.

II. **Aufschwung.**

Geldkreislauf: Die Warenpreise steigen; Effektenhausse, die gegen Ende der Periode zu einer Abwärtsbewegung umschwingt; die Geldsätze erhöhen sich.

Güterkreislauf: Produktion und Verbrauch nehmen zu; ebenso Einfuhr und Ausfuhr.

III. **Hochspannung.**

Geldkreislauf: Starke Versteifung auf dem Geldmarkt, Finanz- und Kredit-Schwierigkeiten; weiteres Sinken der Effektenkurse; Stillstand oder Abbröckeln der Warenpreise bei teilweise scharfer Verschiebung der Preisrelationen (Kapital- und Konsumgüter).

[150]) V. J. H. z. K. F. 1926, 1. Heft, S. 16.

Güterkreislauf: Stillstand in der Zunahme der Mengenziffern; die Produktionswirtschaft tritt den Rückzug an, während die Verbrauchswirtschaft zunächst noch steigt; im Auslandsgeschäft treten Hemmungen auf.

IV. **Krisis.**

Geldkreislauf: Rückgang der Warenpreise; Baisse auf dem Effektenmarkte; die äußerst verschärften Kredit- und Finanzschwierigkeiten führen zu zahlreichen Zusammenbrüchen, schließlich zur Entlastung des Geldmarktes.

Güterkreislauf: Scharfer Rückgang der Produktionswirtschaft und im Anschluß daran auch der Verbrauchswirtschaft; Rückgang der Ausfuhr und noch mehr der Einfuhr.

Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung 1926, 1. Heft, S. 16.

Bei der Betrachtung des uns interessierenden Konjunkturzyklus 1924 bis 1929 fällt die Entscheidung darüber, zu welchen Zeitpunkten wir die konjunkturellen Cäsuren erfolgen lassen sollen, nicht leicht. Unleugbare Tatsache ist, daß wir uns während des Jahres 1925 in einer Krise befunden haben, aber auch darüber gehen die Meinungen auseinander, ob man diese Krise erst an das Ende oder schon in den Beginn des Jahres 1925 verlegen will. Letzteren Standpunkt vertritt z. B. Albert Hahn.[151]) Ohne auf diese Problematik weiter eingehen zu wollen, bringen wir im Folgenden die Einteilung Wagemanns[152]), der wir uns anschließen.

Tiefstand (Depression) . . .	Nov. 1923	bis	Juni	1924,
Aufschwung	Juli 1924	„	Jan.	1925,
Hochspannung	Febr. 1925	„	Sept.	1925,
Krisis	Okt. 1925	„	Jan.	1926,
Tiefstand (Depression) . . .	Febr. 1926	„	Okt.	1926,
Aufschwung	Nov. 1926	„	Aug.	1927,
Hochspannung	Sept. 1927	„	Nov.	1927,
Abschwung	Dez. 1927	„	Dez.	1929.

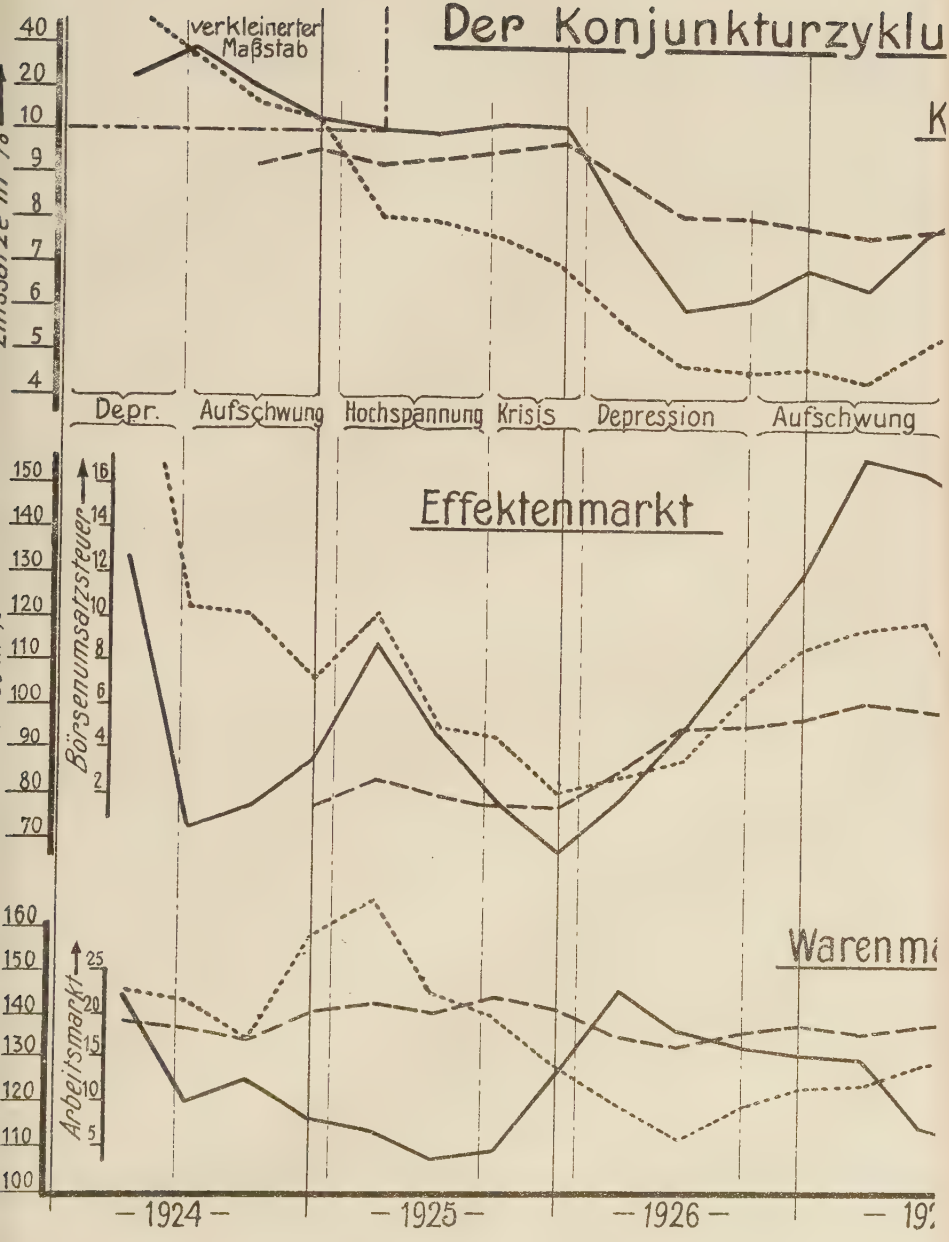
[151]) Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung 1926, Erg. H. 4, S. 67.
[152]) Konjunkturlehre, S. 87.

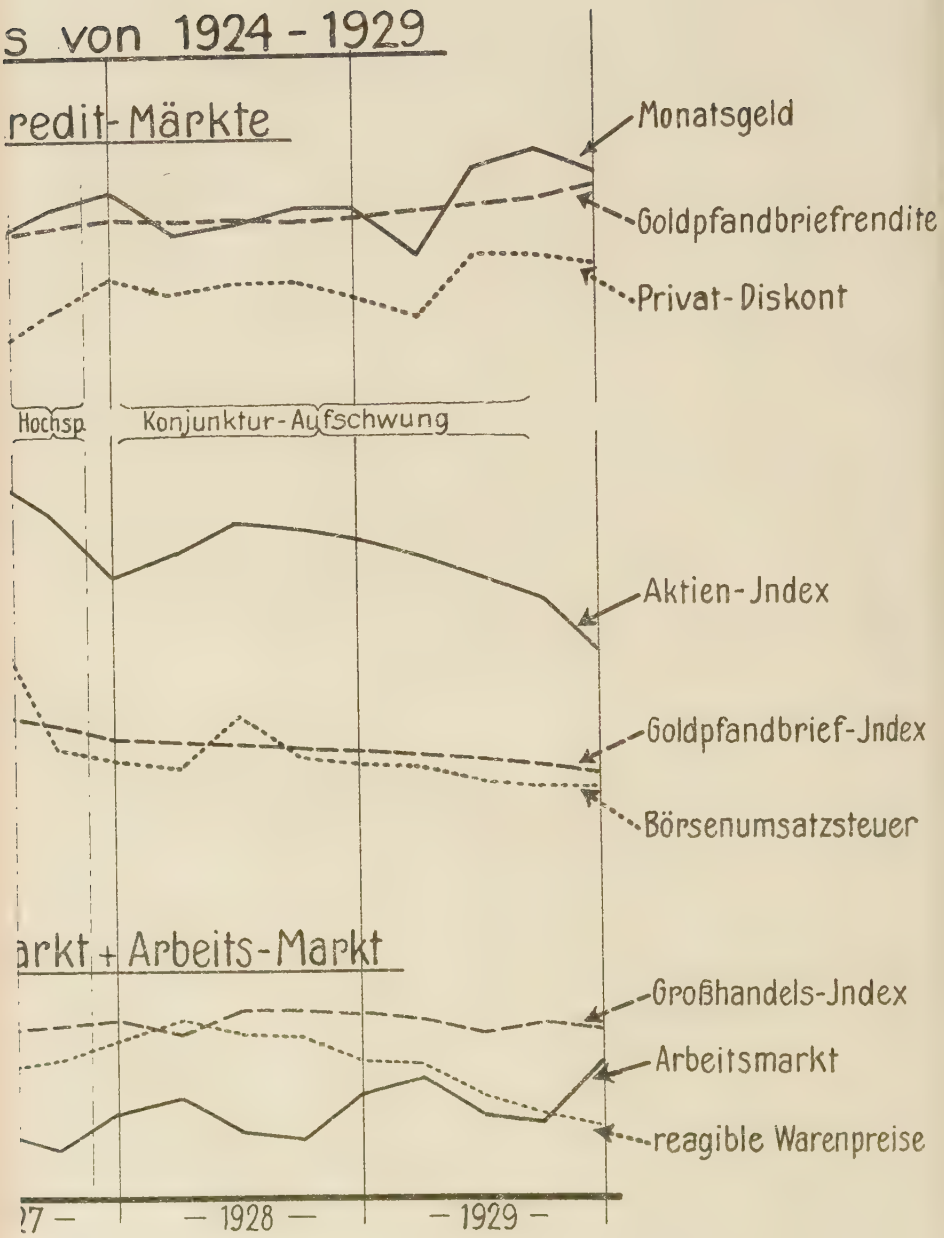
2. Erklärung der Schaubilder.

Nachstehend haben wir durch einige Schaubilder den Verlauf der Jahre 1924 bis 1929 zu illustrieren versucht.

In die Mitte des Blattes ist der Effektenmarkt eingezeichnet worden, und zwar handelt es sich um den Aktienindex des Instituts für Konjunkturforschung, um den Gesamtindex der Goldpfandbriefe und die Erträgnisse der Börsenumsatzsteuer. Zugegeben, daß ein solcher Gesamtindex gerade auf dem Gebiet der Aktienwerte mit mancherlei Nachteilen verbunden ist (die jeder Durchschnittszahl anhaften), so schien es auf der anderen Seite noch gefährlicher, einen besonderen Index, beispielsweise aus zehn „typischen" Aktien bestehend, zu konstruieren. Ein solcher Index darf nicht auf zu schmaler Basis aufgebaut sein, weil sich sonst sehr leicht Fehler in der Rechnung einstellen (Sonderkonjunkturen, die der allgemeinen Kursbewegung zuwiderlaufen, wie es z. B. bei Kali- und Kunstseide-Papieren der Fall gewesen). Ebenfalls steht außer Frage, daß das Börsenumsatzsteueraufkommen nur ein sehr schwacher Behelf ist, um die Geschäftstätigkeit an der Börse zu charakterisieren. Nicht nur, daß die Steuersummen eines Monats insgesamt erst vier Wochen später abgeführt werden — man müßte demnach die Erträge alle um einen Monat vordatieren —, es ergibt sich weiter, abgesehen davon, daß mehrere Male eine Änderung der Sätze vorgenommen worden ist, noch deshalb ein falsches Bild, weil die verschiedenen Geschäfte (Händler-, Nichthändler-Geschäfte) verschieden hoch besteuert werden, ohne daß dies in den bekanntgegebenen Ziffern der Erträge eine Berücksichtigung findet. Solange es aber auf unüberwindliche Schwierigkeiten zu stoßen scheint, den amerikanischen Tickerdienst, der bekanntlich Kurse und Umsätze erfaßt, auch in Deutschland heimisch zu machen, bleibt das Börsenumsatzsteueraufkommen trotz der dargelegten Mängel ein unentbehrliches Hilfsmittel.

Die untere Kurvengruppe soll den Warenmarkt und den Arbeitsmarkt charakterisieren. Aus dem „Strahlenbündel der


Der Konjunkturzyklu
verkleinerter Maßstab
Depr.
Aufschwung
Hochspannung
Krisis
Depression
Aufschwung
Effektenmarkt
Börsenumsatzsteuer
Arbeitsmarkt
Warenma
— 1924 —
— 1925 —
— 1926 —


s von 1924 - 1929
redit-Märkte
Monatsgeld
Goldpfandbriefrendite
Privat-Diskont
Hochsp
Konjunktur-Aufschwung
Aktien-Jndex
Goldpfandbrief-Jndex
Börsenumsatzsteuer
arkt + Arbeits-Markt
Großhandels-Jndex
Arbeitsmarkt
reagible Warenpreise
27 —
— 1928 —
— 1929 —

Preise“[153]) ist der Großhandelsindex und die Kurve der reagiblen Warenpreise herausgenommen worden. Die reagiblen Preise sind deshalb noch dem Großhandelsindex beigefügt worden, weil sie, weltmarktmäßig orientiert, schärfere Ausschläge nach oben und unten zeigen und aus dem Grunde den Konjunktur-Rhythmus deutlicher widerspiegeln. Als Drittes ist der Arbeitsmarkt berücksichtigt. Seine Bedeutung für die Konjunkturdiagnose bedarf keines besonderen Kommentars. Allerdings sind gerade bei Auswertung dieser Zahlen[154]) noch gewisse Einschränkungen insoweit zu machen, als das Anschwellen der Arbeitslosenziffern zu gewissen Zeiten in Deutschland nicht ausschließlich auf konjunkturelle Ursachen zurückgeführt werden darf, z. B. im Winter 1925/26 die Arbeitskräfte freisetzende Wirkung der Rationalisierung. (Die damalige Rationalisierungsära muß in dem Umfange, den sie erreichte, zweifellos zu einem Teil auf strukturelle Ursachen zurückgeführt werden, sie trug gleichsam historisch einmaligen Charakter.)

Die Kreditmärkte, das obere Schaubild, werden durch den Berliner Privatdiskont, das Monatsgeld der Berliner Börse und die Goldpfandbrief-Rendite dargestellt, und zwar sollen der Privatdiskont und das Monatsgeld die Entwicklung des Marktes für kurzfristige, die Goldpfandbriefrendite die Entwicklung des Marktes für langfristige Kapitaldisposition wiedergeben. Wenn auch der Privatdiskontmarkt in der Nachkriegszeit noch längst nicht seine frühere Bedeutung wieder erlangt hat — die heutigen Umsätze betragen nur einen Bruchteil der Summen, die vor dem Kriege an diesem Markt für kurzfristige Kapitaldisposition umgingen —, so ist er trotz dieser grundlegenden Wandlung noch immer der beste Repräsentant des Geldmarktes durch seine Elastizität und schnelle Anpassungsfähigkeit im Wechsel der Konjunkturen. Das Monatsgeld wurde außer anderen Gründen, die es repräsentativ machen, deswegen berücksichtigt, weil es die für den Effektenmarkt so überaus

[153]) Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung 1926, Heft 1 S. 36.

[154]) Es handelt sich um die Arbeitslosenziffern der Gewerkschaften in v. H. der erfaßten Mitglieder (siehe auch Tabelle am Schluß der Arbeit).

wichtigen Schiebungssätze (Prolongationen) enthält. Die Rendite der 8%igen Goldpfandbriefe soll die Entwicklung des landesüblichen Zinses wiedergeben. Man kann vielleicht darüber streiten, ob gerade der 8%ige Typ für diese Zwecke am geeignetsten ist, es war uns aber nicht möglich, etwas Besseres an seine Stelle zu setzen.

3. Schilderung des Konjunkturverlaufs.

Wenn wir jetzt in aller Kürze zur Schilderung des Konjunkturverlaufes 1924 bis 1929 übergehen, so zeigt eine Betrachtung der vorstehenden Schaubilder mit Deutlichkeit, daß die Kurven im einzelnen ganz außerordentliche Schwankungen aufzeigen. Der Rhythmus des Konjunkturverlaufes hat in der Nachkriegs- und Inflationszeit im Vergleich zu früher sehr viel schärfere Ausschläge aufzuweisen, und dann haben sich die Konjunkturphasen ohne Zweifel beträchtlich verkürzt.[155])

Der Effektenmarkt charakterisiert diese Wandlung weitaus am besten. Er offenbart „die stärkere Sensibilität“[156]) des Wirtschaftskörpers sehr anschaulich. Die Hauptursache für diese Erscheinung liegt bekanntlich in der starken Kapitalnot, die sich in Deutschland besonders kraß kurze Zeit nach der Inflation fühlbar machte. Nur langsam konnte an den Wiederaufbau gedacht werden, und Deutschland hätte wohl aus eigener Kraft Jahrzehnte dazu gebraucht, wenn nicht die vom Herbst 1924 reichlich, heute sagen wir überreichlich, einströmenden Auslandskredite das vorhandene Vakuum ausgefüllt hätten.

Daneben waren es die politischen Faktoren, die sich innerhalb der letzten Jahre sehr stark in den Vordergrund schoben und durch die Unruhe und Nervosität, die sie mit sich brachten, neben den Folgen in bezug auf die Wirtschaft im allgemeinen auch den Effektenmarkt sehr nachhaltig beeinflußten.

Die erste Hälfte des Jahres 1924 war im Schaubild als Zustand der Depression gekennzeichnet worden. Am Effekten-

[155]) V. J. H. z. K. F. 1926, Heft 1, S. 33.
[156]) V. J. H. z. K. F. 1926, Heft 1, S. 10.

markt konstatieren wir ein verhältnismäßig starkes Steigen am Ende dieser Periode, der Warenmarkt zeigt abwärts gerichtete Tendenz, allerdings bei abnehmender Arbeitslosigkeit, während der Geldmarkt sehr starke Entspannung verrät, in normalen Zeiten durchaus ein Merkmal der Depression. Aus den Vorgängen am Geldmarkt Schlüsse auf die Konjunkturlage ziehen zu wollen, dürfte jedoch für den größten Teil des Zeitraumes 1924—1929 unangebracht sein, da die Gestaltung der Geldsätze in diesen Jahren weniger eine Funktion der jeweiligen Konjunkturlage als vielmehr eine Funktion der einströmenden Auslandskredite war.[157]) Das wird besonders deutlich in der Hochspannung und Krisis des Jahres 1925, wo der Privatdiskont auch weiterhin seine Abwärtsbewegung fortsetzt, während die Kurve des Monatsgeldes allerdings eine wenn auch nur minimale Anspannung zeigt, die erst in dem Augenblick, wo die Konjunktur in das Stadium der Depression eintritt, einer sehr fühlbaren Entlastung Platz macht.

Die Krisis des Jahres 1925, im Schaubilde besonders deutlich erkennbar an der Kurve des Arbeitsmarktes und des Aktien-Index, hat man u. E. mit Recht als eine, wenn auch etwas verspätete „Deflationskrisis“[158]) bezeichnet. Der Wirt-

[157]) Die Auslandskredite (es kann sich hier natürlich nur um die statistisch erfaßbaren handeln) erreichten in den einzelnen Jahren (1924—29) folgende Höhe:

(in Millionen RM.)

	1924	1925	1926	1927	1928	1929
1. Vierteljahr . .	—	218,4	345,7	87,6	342,1	234,6
2. Vierteljahr . .	—	6,5	457,6	88,6	735,1	74,8
3. Vierteljahr . .	—	368,6	351,3	669,9	113,9	2,1
4. Vierteljahr . .	1002,0	673,3	424,2	565,8	273,1	10.8

[Die Ziffern sind den Vierteljahrsheften für Konjunktur-Forschung entnommen.]

Diese nahe Beziehung zwischen Auslandskrediten und Gestaltung des Zinsfußes scheint uns auch besonders deutlich aus der Entwicklung der Geldmarktsätze im Jahre 1929 hervorzugehen. Das scharfe Anziehen des Privatdiskontsatzes sowie des Monatsgeldes (vgl. graphische Darstellung) im 2. und 3. Vierteljahr 1929 möchten wir in erster Linie aus dem Absinken dieser Auslandskredite von 234,6 auf 74,8 bzw. 2,1 Mill. RM. erklären.

[158]) V. J. H. z. K. F. 1926, Heft 1, S. 48.

schaftsapparat hatte sich während des Krieges und der Inflation ungeheuer aufgebläht, eine starke Übersetzung war eingetreten. Was unter normalen volkswirtschaftlichen Verhältnissen sich nicht als haltbar erweisen konnte, ist diesem Reinigungsprozeß zum Opfer gefallen. In erster Linie waren es bekanntlich die großen Konzerne, die damals hinweggefegt wurden. Das Jahr 1926 brachte dann den Umschwung, am Effektenmarkt trat die Aufwärtsbewegung wie üblich zuallererst ein, diesmal allerdings schon zu Beginn der Depression, während gewöhnlich der Tendenzwechsel erst in der Mitte dieser Konjunkturphase sich einzustellen pflegt. Man hat diese Tatsache mit strukturellen Wandlungen zu erklären versucht und von einem „Neuaufbau des Effektenmarktes“[159]) gesprochen. Es dürfte angebracht sein, in diesem Zusammenhange nicht zuletzt an die Rolle zu denken, die die Börsenkredite der Banken bei dieser Bewegung gespielt haben, fernerhin muß hier auch an den starken Impuls erinnert werden, den insbesondere die Schwerindustrie durch den englischen Bergarbeiterstreik erfuhr. Gerade der Warenmarkt und der Arbeitsmarkt (vgl. die Bewegung der reagiblen Warenpreise und des Arbeitsmarktes in dieser Periode!) konnten sehr stark davon profitieren, hinzu kam die Rationalisierungsära, die Industrie beschäftigte die Industrie, wie man gesagt hat. Alle diese Momente verstärkten die rein konjunkturellen Auftriebstendenzen recht beträchtlich. Während aber der Warenmarkt bis Ende des Jahres 1927 noch die Aufwärtsbewegung deutlich erkennen läßt, ist es am Effektenmarkt schon im Mai zur Baisse gekommen. Die Kreditrestriktion des „schwarzen Freitags“ (13. Mai 1927) hat die Peripetie hier an der Börse sicherlich um einige Zeit vorverlegt, auf der anderen Seite kann man allerdings annehmen, daß der Umschwung auch ohne diese zweifellos sehr brutale Aktion in Kürze gekommen wäre. Wenn man nämlich die Bewegung der Geldsätze betrachtet, so zeigen Privatdiskont wie Monatsgeld vom Frühjahr 1927 an eine recht beträchtliche Versteifung, die bis zu Beginn des Jahres 1928 noch andauert. Von der Verknappung des

[159]) V. J. H. z. K. F. 1926, Heft 3, S. 7.

Geldmarktes pflegt aber gewöhnlich der Effektenhausse das Ende bereitet zu werden.

Bemerkenswert ist nun an der Weiterentwicklung, daß die Hochspannung vom September-November 1927 nicht von einer Krise abgelöst wurde. Vielmehr vollzog sich der Übergang zur Depression in Form eines „Konjunkturabschwungs“.[160]) Das macht wieder die graphische Darstellung besonders augenfällig. Vergleichen wir die Jahre 1925 und 1928! Damals in der Krise sehr scharfe Kursrückgänge, recht beträchtliche Reduktion der Preise (besonders der reagiblen Preise), steiles Ansteigen der Arbeitslosenkurve, dagegen 1928 langsames, allmähliches Absinken der Kurse, der Preise, keineswegs einheitliche Tendenz am Arbeitsmarkt, sondern eine unter Schwankungen verhältnismäßig geringfügig zu nennende Zunahme der Arbeitslosigkeit.

§ 8.

Die Beziehungen zwischen Banken-Intervention und Konjunktur.

1. Intervention und Effektenkonjunktur.

a) Die Intervention von 1924.

Nachdem wir im vorigen Abschnitt den Konjunkturverlauf in den Jahren 1924—1929 betrachtet haben, wenden wir uns nunmehr den in diesem Zeitraum stattgefundenen Interventionen zu. Wohlgemerkt interessieren uns in diesem Zusammenhange nur die größeren Stützungsaktionen, die nach Zahl der an ihnen beteiligten Institute wie nach den aufgewandten Mitteln als bedeutungsvoll angesprochen werden müssen. Unter diesem Vorbehalt kommen drei Interventionen zur Behandlung, nämlich die von 1924, 1925 und 1929.

[160]) V. J. H. z. K. F. 1928, 4. Heft, Teil A, S. 5. Vgl. auch die Anmerkung auf S. 124.

Bemerkenswert für die hier zugrunde liegende Betrachtung — das sei schon an dieser Stelle vorausgeschickt — ist nun, daß diese genannten Interventionen in drei verschiedene Konjunkturphasen fallen. Während nämlich die Intervention von 1924 von den Banken am Ende der Depression ins Werk gesetzt wurde, fiel die Stützungsaktion des Jahres 1925 in die Periode der Hochspannung, während die Banken 1929 intervenierten, als die Konjunktur im Zeichen des Abschwungs stand.[161]) Wie wir noch sehen werden, lassen sich aus dieser dreimalig verschiedenen Einreihung der Intervention in den Konjunkturverlauf recht interessante Schlüsse ziehen.

Im Folgenden beschäftigen wir uns zunächst mit der Intervention von 1924 und untersuchen die Wirksamkeit dieses Eingriffes in den Markt.

Nach der Katastrophenhausse der Inflationsjahre, nach der Periode der „Flucht in die Sachwerte", wo der Effektenmarkt in der Hauptsache zu nichts anderem gedient hatte, als daß er dem einzelnen die Sorge vor Substanzverlusten abnehmen sollte, brachte das Jahr 1924 die „Stabilisierungs-Stille"[162]), wie die Wirtschaftskurve der Frankfurter Zeitung diesen Zeitraum treffend bezeichnete. Die Goldmarkbilanzen zeigten durch das Ausmaß der Kapitalzusammenlegungen, welche schweren Verluste die Unternehmungen im einzelnen erlitten hatten. Der Hauptgrund für die ab Februar 1924 einsetzende Abwärtsbewegung der Kurse war aber die allgemeine Kapitalknappheit, die ungeheuerliche Ausmaße damals annahm, wie die folgende Zusammenstellung der Geldsätze zeigt:

[161]) Das Institut für Konjunktur-Forschung läßt den konjunkturellen Abschwung erst Ende Februar 1930 in eine Depression ausmünden. Vgl. V. J. H. z. K. F. 1929, Teil A, 4. H., S. 5.

[162]) Wirtschaftskurve der Frankf. Ztg. 1924, S. 65.

1924	tägliches Geld[163])	Monatsgeld[163])
Januar	87,64	28,25
Februar . . .	34,94	22,58
März	33,09	30,—
April	45,49	44,45
Mai	27,82	44,31
Juni	22,60	32,59

Die wirtschaftlichen Folgen des Deflationsprozesses wurden zwar zunächst durch die Reichsbank gemildert, die die Wirtschaft, wie sich sehr bald herausstellte, über ihre Kräfte mit Krediten versorgte. Die Mittel, die unsere Zentralbank in den Verkehr hineinpumpte, stiegen, wie die nachfolgende Tabelle zeigt, bis zum April sehr stark an, um dann, nach einer weiteren minimalen Erhöhung im Mai, im Juni und Juli scharf abzusinken.

Wechsel, Schecks und Lombards[164]) (in Mill. RM.)

Dez.	Jan.	Febr.	März	April	Mai	Juni	Juli	Aug.
448,8	1092,4	1472,2	1910,5	2073,4	2083,5	2006,8	1860,6	1920,8

Man hat mit Recht darauf hingewiesen, daß die Reichsbank bis in den April hinein eine „Kreditinflation“[165]) getrieben hat, was auch aus der Bewegung des Preisniveaus hervorzugehen scheint. (Vgl. Wirtschaftskurve 1924. S. 108.) Die Indexziffer der 10 reagiblen Warenpreise[166]), die im Januar einen Stand von 133,1 inne hatte, erreichte mit 158,5 im April ihren Höchststand, um dann bis zum Juli wieder auf 124,9 abzusinken.

[163]) V. J. H. z. K. F. 1926, Heft 1, S. 60.
[164]) Stat. Jahrbuch 1924/25, S. 315.
[165]) Wirtsch. Kurve 1924, S. 107.
[166]) V. J. H. z. K. F. 1926, Heft 4, S. 121.

Die allgemeine Geldnot kompensierte jedoch diese Tendenzen, was insbesondere daraus ersichtlich ist, daß in den Monaten März und April bis zur Kreditrestriktion der Reichsbank die Kursrückgänge schärfer waren als in den Monaten nach dem 7. April 1924.[167]) Industrie und Handel hatten ihre Reserven in Form von Effekten schon vorher abstoßen müssen.[168])

Von den Banken hatte man schon im April des Jahres eine Hilfsaktion für die Börse erwartet. Das durchschnittliche Kursniveau hatte sich von 144,02 im Januar auf 83,29 im April gesenkt. Die Banken standen aber damals mit Recht auf dem Standpunkt, daß zu einer Zeit, wo die Reichsbank aus währungspolitischen Gründen mit derartig drastischen Maßnahmen den Geldmarkt verknappen mußte, wo fernerhin die Frankenspekulation à la baisse[169]) für einzelne Institute recht schwere Verluste im Gefolge gehabt hatte und die Goldmarkbilanzen der Gesellschaften erst in geringem Umfange veröffentlicht waren, die Erfolge einer Intervention durch derartige Unsicherheitsmomente sehr in Frage gestellt wären.

Das Kursniveau erlebte vom April bis zum Juni nochmals eine recht beträchtliche Abwärtsbewegung (durchschnittliches Kursniveau im April 83,29, im Juni 59,00), und erst jetzt hielt die Bankwelt den richtigen Zeitpunkt für gekommen, um dem Markt durch Intervention eine Stütze zu bieten.

Am 12. Juni trat die Berliner Stempelvereinigung zusammen und brachte einen Fonds von 4 Millionen Goldmark[170]) zusammen. Der deutsche Ökonomist[171]) führte damals treffend aus:

„Der Beschluß der Großbanken, eine Notstandsaktion für die Börse zu unternehmen und gemeinsam eine bestimmte

[167]) Bekanntlich der Stichtag der Kreditrestriktion.

[168]) Wirtschaft und Statistik 1924, S. 107.

[169]) Wirtschaftskurve der Frankfurter Zeitung 1924, S. 149, vgl. auch ebendort S. 153, wo die deutschen Verluste an dieser Frankenspekulation auf 400 Mill. M. geschätzt wurden.

[170]) F. Z. 14. Juni 1924.

[171]) 1924, S. 698.

Summe bereit zu halten, um im Falle eines neuen scharfen Angebotes das Material aufzunehmen, hat psychologisch einen starken Eindruck gemacht."

Die folgende Zusammenstellung einiger wichtiger Papiere zeigt mit Deutlichkeit, wie die bloße Interventionsbereitschaft der Banken damals schon genügt hat, um dem weiteren Kursverfall Einhalt zu tun und andererseits eine in manchen Fällen sogar beachtliche Aufwärtsbewegung hervorzurufen.

	11. Juni	13. Juni	30. Juni
Danat	5,9	6 ¼	7 ⅞
Deutsche Bank . . .	7	7 ⅜	8,5
Disconto-Gesellschaft .	7	7 ½	8,75
Hapag	18,1	19 ¾	20,9
Nordd. Lloyd	3 ¾	4,2	4 ⅜
Bergmann	8 ¼	9	11,6
Harpener	47 ⅜	50 ½	52,9
Hirsch-K.	14 ½	15,1	18,25
Mannesmann	20 ¼	23	26,5
Oberbedarf	7 ⅛	8,9	9,9
Phönix	19	22	24 ⅞
Rheinstahl	16 ¾	19	20,6
A. E. G.	6,1	6,8	6,7
Schuckert	24	26	28

Denn das ist das Interessante an der damaligen Intervention, daß derartige Erfolge erzielt worden sind, ohne daß die Banken praktisch in größerem Umfange hätten einzugreifen brauchen. Der Umschwung, der das Kursniveau hier von einem Tag zum andern durchschnittlich um mehr als 10 % heraufsetzte, ist hier wie häufig in solchen Fällen in erster Linie auf Positionsverhältnisse zurückzuführen. „Die Baissepartei war gerade auf das Fehlen jeder Aufnahmeneigung hin zuletzt

tollkühn geworden“[172]), und von dieser Seite setzten dann bei Bekanntwerden des Interventionsbeschlusses starke Deckungskäufe ein. Daß die Stützung von den Banken im richtigen Augenblick ins Werk gesetzt war, zeigen die in obiger Tabelle aufgeführten Kurse per Ende Juni, die gegenüber den Notierungen vom 13. Juni noch beachtenswerte Steigerungen erkennen lassen. Ohne Zweifel können aber die Deckungskäufe der Baissespekulation nur auf ganz kurze Sicht eine Haussetendenz hervorrufen. Die damalige vom 13. Juni an zu beobachtende Aufwärtsbewegung, die nur von geringfügigen Rückschlägen unterbrochen wurde, macht daher deutlich, daß die Intervention damals in einem psychologisch und marktmäßig günstigen Moment betätigt wurde. Die Kölnische Zeitung hat mit ihrem Pessimismus nicht recht behalten, wenn sie unter dem 18. Juni 1924 schrieb:

„Solange die große Masse der Papiere durch die allgemeine Wirtschaftskrise, die Notwendigkeit einer Kapitalzusammenlegung und durch die Kreditnot krank sind, haben auch die Krücken einer Stützung nur eine bedingte Bedeutung.“

Es soll hier natürlich nicht behauptet werden, daß allein von der Intervention der Banken die in der zweiten Hälfte des Jahres 1924 einsetzende Hausse am Effektenmarkt hervorgerufen wäre. Die damalige Erholung, die ihren deutlichsten Ausdruck in einer Steigerung des durchschnittlichen Kursniveaus von 59,00 % im Juni auf 97,20 % im Dezember fand, ist in erster Linie auf die günstige Entwicklung des Geldmarktes und auf das Einströmen von Auslandskrediten zurückzuführen, Dinge, die natürlich miteinander im Zusammenhang stehen. Daneben spielten Momente, die in der Wirtschaft selbst ihren Grund hatten, günstigerer Geschäftsgang der Industrie usw. eine Rolle, wie auch auf der anderen Seite politische Faktoren (Annahme des Dawes-Gutachtens) die Börse in gewissem Umfange optimistisch beeinflußten.

Immerhin hat die Intervention diese Bewegung insofern kräftig unterstützt, als sie den ersten Impuls gab, der den nachherigen Tendenzumschwung einleitete.

[172]) Der deutsche Ökonomist 1924, S. 698.

b) Die Intervention von 1925.

Die Aufwärtsbewegung des Jahres 1924 hatte sich auch noch im Januar 1925 fortgesetzt, dann kam es aber Anfang Februar zu einem Tendenzumschwung, das Kursniveau erlebte eine ununterbrochene Abwärtsbewegung, die bis Ende des Jahres anhielt und beinahe zu einer Halbierung der Notierungen führte. (Im Januar durchschnittlicher Kursstand von 117,3, im Dezember von 66,8.)

Die Börse stand das ganze Jahr hindurch im Zeichen der völligen Stagnation. „Das Publikum blieb dem Markt fast gänzlich fern. Das Hauptgeschäft wickelte sich somit zum großen Teil innerhalb der Börsenkreise selbst ab."[173])

Die Großbanken hielten schon Ende März[174]) den Zeitpunkt für gekommen, um den Kursrückgängen einen Damm entgegenzusetzen. Zunächst beschränkte sich die Intervention auf 15 Papiere des Großverkehrs[175]), deren Kurse von 5 Instituten in Form eines „Gentleman agreement" reguliert wurden. Anfang Mai wurde dann das Inventionsprogramm bedeutend erweitert, indem man sowohl den Kreis der zu stützenden Papiere wie auch die Zahl der beteiligten Banken stark vergrößerte.

Wir können zwei Perioden bei der damaligen Stützung unterscheiden. Die erste, die von Ende März bis Anfang Juni läuft, und die zweite vom letztgenannten Zeitpunkt an. Die Stinneskrise gibt uns die Erklärung für diese Einteilung. Die Banken haben bis zum Bekanntwerden der Schwierigkeiten bei diesem Industrie-Koloß, der, in der Inflation in Form des vertikalen Aufbaus zusammengefügt, in den Jahren 1924 und 1925 seine Expansionspolitik auf der Grundlage kurzfristiger Kredite fortgesetzt hatte — ein schlimmer Verstoß gegen die elementarsten Gesetze der Liquiditätspolitik —, in größerem Umfange interveniert, wenn sie auch die Kursrückgänge nicht haben verhindern können. Es war zweifellos übertrieben, wenn

[173]) Wirtschaftskurve der F. Z. 1925, S. 317.

[174]) „Die Bank", 1925, S. 278.

[175]) M. d. W. 1925, S. 423 bzw. S. 507.

die Handelspresse, es war in diesem Falle Buchwald, die Interventionspolitik der Banken mit derartig scharfen Worten kritisierte:[176])

„Angesichts der teilweise recht erheblichen Kursabschläge erweckt es einiges Befremden, daß von der Interventionsbereitschaft der Banken sehr wenig zu verspüren war. Nur in Einzelfällen wurde größeres Angebot aufgenommen."

U. E. sind diese Vorwürfe nur zu einem Teil berechtigt, denn die Banken hatten wohl schon im Laufe des April eingesehen, daß sie mit ihrer Hilfsbereitschaft für die Börse auf ziemlich verlorenem Posten standen. Es war trotz Investierung größerer Mittel (das M. d. W. berichtet unter dem 28. Mai 1925, daß die Banken schon für 7 Mill. RM. Effekten aus dem Markt genommen hätten) nicht möglich, die Entwicklung aufzuhalten.

Auch bei Einsetzung größerer Kapitalien wäre ihnen ein Erfolg schwerlich beschieden gewesen. Die finanzielle Position der Banken mußte sich aber in dem Augenblick gewaltig verschlechtern, wo die Verlegenheiten des Stinnes-Konzerns ein solidarisches Einschreiten der Haute Finance nötig machten. Unter der Ägide der Danatbank bildete sich ein sog. „Stillhaltekonsortium."

Wir haben hier den interessanten Fall, daß Effektenmarkt-Interventionen und Produktions-Interventionen einmal gleichzeitig betätigt wurden. Hat diese Produktions-Intervention, die die Großbanken für die Stinnesgruppe ins Werk setzten, nun die Börsen-Intervention unterstützt? Auf der einen Seite bestimmt insofern, als die Aktienpakete, die sonst bei sofortiger Liquidierung der Stinnesmasse an die Börse geströmt wären, von den Banken zurückgehalten wurden. Wenn dieses umfangreiche Material am Markt zum Verkauf gestellt wäre, hätte das Kursniveau, wo Spekulation und Publikum zum damaligen Zeitpunkte völlig unaufnahmefähig waren, einen unüberwindlichen Stoß erlitten. Das Schlimmste ist durch

[176]) 14. April 1925.

diese Stützung ohne Zweifel verhindert worden. Doch das ist nur die eine Seite des Problems.

„Auf die Börse wirkten die Schwierigkeiten des Stinnes-Konzerns, die Bindungen der Banken und darüber hinaus manche ähnliche Finanzsorge aus dem Gebiet der Schwerindustrie besonders drückend."[177])

„Die Bindungen der Banken", hier liegt der entscheidende Punkt. Man konnte gleichsam von einer Konkurrenz zwischen Produktions- und Wertpapier-Intervention sprechen. In diesem Falle mußte die Produktions-Intervention vorgehen. Denn ein solches Objekt — auf über 150 Millionen[178]) schätzte man die Verpflichtungen des Stinnes-Konzerns — verlangte von den Banken schärfste Konzentration der zur Verfügung stehenden Mittel.

Die Banken haben den Markt keineswegs sich völlig selbst überlassen und jedes weitere Eingreifen abgelehnt, wie das Magazin der Wirtschaft[179]) fälschlich behauptet hat, sondern auch im Laufe des Juni noch in recht erheblichem Umfange interveniert. So beliefen sich die Stützungsbestände der Stempelvereinigung nach einer Notiz in Buchwalds Börsen-Berichten vom 12. Juni wertmäßig auf 13—14 Mill. RM., was fast einer Verdoppelung der oben genannten Ziffer entspricht, ein Zeichen dafür, daß die Banken den Kampf gegen die allerdings übermäßigen Baisse-Tendenzen keineswegs aufgegeben hatten. Sie haben alles versucht, um die Abwärtsentwicklung aufzuhalten. Insbesondere sei auch daran erinnert, daß man sich im Laufe des August und September sehr energisch gegen das Heer der „Fixer" zur Wehr setzte. Die Baissespekulation hatte nämlich das abbröckelnde Kursniveau dazu benutzt, um immer wieder neue Blankoverkäufe[180]) abzuschließen — ein

[177]) Wirtschafts-Kurve der Frankfurter Zeitung 1925, S. 251.

[178]) B. B. B. 13. Juni 1925.

[179]) 1925, S. 1448.

[180]) In wie starkem Maße damals auf einigen Märkten gefixt wurde, zeigen die Vorgänge bei Phönix. Die intervenierende Firma hatte hier ca. 300 000 Aktien an einem Tage aus dem Markt genommen, bekam aber nur $^1/_3$ davon geliefert. Die restlichen 200 000 mußten zum größten Teil durch Exekution angeschafft werden. — M. d. W. 1925, S. 983 und S. 1019.

sicheres Geschäft bei sinkenden Kursen. Da griffen die Banken ein, indem sie die Stückeleihe erschwerten und strikte auf Einhaltung der Lieferungsfristen bestanden.[181])

Alle diese Anstrengungen der Banken konnten aber nichts helfen, konnten wenigstens nichts mehr als einen momentanen kurzlebigen Tendenzumschwung hervorrufen, solange der Sanierungs- und Liquidationsprozeß innerhalb der Industrie noch nicht beendet war. Im Laufe des September wurden noch weitere Stützungen größter Unternehmungen notwendig. Die Konzernkrise griff weiter um sich. Wir nennen hier nur die Gewerkschaft Georg von Giesches Erben, den Stumm-Konzern, den Richard-Kahn- und Sichel-Konzern, die Rombacher Hüttenwerke und endlich die J. L. Rex.

In den genannten Fällen handelte es sich um recht erhebliche Objekte (beispielsweise bei Stumm um ca. 50 Mill. M.), woraus ersichtlich wird, daß die Großbanken von der Industrie im Laufe dieses Krisenjahres mit recht erheblichen Summen in Anspruch genommen worden sind. Je mehr aber die flüssigen Mittel der Banken zu derartigen Konzernstützungen verwandt wurden, um so mehr mußte auf der anderen Seite die Neigung abnehmen, noch größere Beträge in Interventions-Effekten anzulegen. Die Banken haben damals geglaubt, die Stützung der industriellen Unternehmungen der Börsen-Intervention voranstellen zu müssen. Es ist hier nicht darüber zu entscheiden, ob es in jedem einzelnen Falle angebracht war, den genannten Konzernen, die noch dazu häufig genug durch eigene Schuld Schiffbruch erlitten hatten, fast in allen Fällen Hilfe[182]) zu bringen, der Börse aber diese Hilfe insbesondere gegen Ende des Jahres mehr oder weniger gänzlich zu versagen. Fest steht aber, daß dieser Standpunkt der Bankwelt: Bevor man an die Sanierung der Börse gehen kann, müssen die Unternehmungen innerhalb der produzierenden Wirtschaft von allen Schlacken befreit sein, sehr wohl vertretbar ist und durchaus seine innere Berechtigung hat.

[181]) F. Z. 23. August 1925.

[182]) Diese Hilfeleistung der Banken für die genannten Konzerne ging vorwiegend in Form von großen Stillhalte-Krediten vor sich (daneben Moratorien usw.).

c) Die Intervention von 1929.

Auf das Krisenjahr 1925 folgte die Aufschwungsperiode 1926/27. Der Effektenmarkt erlebte eine fast ununterbrochene Hausse, die schon zu Beginn des Jahres 1926 einsetzte. Wir registrieren kurz, daß sich das Kursniveau im Laufe des Jahres fast verdoppelte (74,2 im Januar, 140,0 im Dezember).

Die Aufwärtsbewegung nahm auch in den ersten Monaten des Jahres 1927 noch ihren Fortgang, diese Entwicklung wurde jäh unterbrochen durch die Kreditrestriktion vom 13. Mai 1927. Für unsere Betrachtung ist bemerkenswert, daß die Banken damals nicht in den Markt eingegriffen haben.

„Von einer Intervention der Banken war nichts zu spüren. Es wäre auch sinnlos, zuerst durch Reportgeldkürzungen die Kurse zu stürzen und dann die freigewordenen Mittel zur Kursstützung zu verwenden".[183])

Die Kurse gingen im weiteren Verlauf des Jahres noch ziemlich beträchtlich zurück. Immer wieder können wir in den damaligen Börsenberichten die Klagen lesen, daß die zweite Hand völlig fehle und die Spekulation unter sich sei. Diese Stagnation des Börsengeschäfts war wohl mit der Hauptgrund dafür, daß die Notierungen im Verlauf des Jahres 1928 sehr geringe Ausschläge zeigten. Man hat diese gleichmäßige Kursgestaltung auch mit der Interventionstätigkeit der Banken in Verbindung gebracht.[184]) Im Laufe des Oktober kamen sogar Gerüchte auf, daß „die Großbanken eine lose Vereinbarung getroffen hätten, einem weiteren Abgleiten der Kurse entgegen zu wirken"[185]), doch dürfte es sich damals kaum um Aktionen von größerer Bedeutung gehandelt haben.

Das führt uns zum Jahre 1929 hinüber. Drei Etappen sollen innerhalb dieser Börsenperiode unterschieden werden. Und zwar rechnen wir die erste bis zur Pariser Konferenz, die zweite bis zum Fall Favag und die dritte von diesem Zeitpunkte an.

[183]) M. d. W. 1927, S. 803 „Der schwarze Freitag".
[184]) M. d. W. 1928, S. 1601.
[185]) M. d. W. 1928, S. 1675.

Bis zum April hielt sich das Kursniveau ziemlich konstant. Die erste Zäsur trat während der kritischen Tage der Pariser Konferenz ein, als die Reichsbank unter dem Druck der französischen Goldabzüge hart an die untere Deckungsgrenze herankam (40,95 %) und die Währung in höchstem Maße gefährdet schien. (Durchschnittlicher Kursstand im April 132,9, im Mai 127,6). Die dann einsetzende Beruhigung war von kurzer Dauer, der Fall Favag, der Zusammenbruch des zweitgrößten deutschen Versicherungskonzerns — Mitte August erfolgte die Zahlungseinstellung — brachte neue Nervosität mit sich. Wieweit die Vorwürfe der Presse, daß die Bankwelt bei der Behandlung dieses Falles völligen Mangel an Krisentechnik offenbart hätte (so die Frankfurter Zeitung[186]), berechtigt sind, kann hier nicht zur Erörterung stehen, es mag sein, daß man durch schnelle energische Hilfe das Schlimmste hätte verhindern können. Andererseits sei zur Entschuldigung der Bankwelt gesagt, daß eine Festlegung der Mittel auf längere Sicht (noch dazu bei einem derartigen Engagement) gerade zu dem damaligen Zeitpunkte den einzelnen Instituten hinsichtlich ihrer Liquiditätspolitik hätte gefährlich werden können. An der Börse verschärfte sich der Kursrückgang, der sich bis dahin in verhältnismäßig engen Grenzen gehalten hatte, bedeutend.

Die Banken, die schon im Laufe des September hie und da in Gestalt der Einzel-Intervention[187]) eingegriffen hatten, gaben der Stützungsaktion am 23. September feste Form. Das offizielle Kommuniqué der Stempelvereinigung lassen wir hier folgen:

„Die zwölf Firmen der Stempelvereinigung" (bildeten) „unter Beteiligung der Bankfirmen Simon Hirschland, Essen, A. Lewy, Köln, Sal. Oppenheim jr., Köln, M. M. Warburg & Co., Hamburg, ein Konsortium, dessen Aufgabe es ist, in gemeinschaftlicher Weise an der Börse durch Intervention einzugreifen."[188])

[186]) Stockung, die deutsche Wirtschaft im Jahre 1929, S. 17.

[187]) B. B. B. 14. u. 16. September 1929.

[188]) B. B. B. 24. September 1929.

Der Effekt dieses Beschlusses war — ähnlich wie bei der Intervention vom Jahre 1924 — zunächst ein erstaunlicher. Die Kurse hoben sich am 24. September, also dem ersten Tage, wo sich die Intervention, übrigens auch hier wieder gar nicht in praxi sondern rein psychologisch durch die bloße Konstituierung des Konsortiums, am Markte auswirkte, nicht unbeträchtlich, wie folgende Tabelle unschwer erkennen läßt.

Kurse vom 23., 24. September und 26. Okt. 1929.

	23. Sept.	24. Sept.	26. Okt.
Danat	263 ¼	267	252 ¾
Deutsche Bank	161	161 ¾	160 ¼
Disconto-Gesellschaft	149 ¾	153 ½	160 ¼
Hapag	111 ½	113 ¼	110 ⅝
Nordd. Lloyd	104 ⅛	106 ¼	104 ¾
Bergmann	207	218	199 ½
Harpener	136	140 ½	136
Mannesmann	102 ½	111	99 ¼
Oberbedarf	76	80 ½	69
Phönix	99 ⅝	105 ⅞	105 ½
Rheinstahl	111 ½	119 ½	104 ¾
A. E. G.	185 ¼	191 ½	171 ½
Schuckert	209	218 ¼	182 ½

Aber schon am 25. September erfolgten ziemliche Rückgänge, die sich in den nächsten Tagen noch verstärkten, so daß die Frage:

„Wer spricht heute eigentlich noch von Intervention, wer merkt etwas von dieser Intervention?“[189]) durchaus berechtigt war.

[189]) B. B. B. 28. September 1929.

Es war den Banken trotz größter Anstrengungen nicht möglich, wie es zunächst zweifellos in ihrer Absicht gelegen hat, das Kursniveau zu halten oder gar, wie einige Optimisten angenommen hatten, eine Aufwärtsbewegung zu entfachen.

Das Konsortium hat nach besten Kräften eingegriffen, so beispielsweise am 3. Oktober anläßlich des Ablebens Stresemanns, und konnte auch an diesem Tage sogar eine kleine Besserung der Tendenz durchsetzen.[190]) Ebenfalls nahm die Aufnahmetätigkeit des Konsortiums am 9. Oktober[191]) recht beträchtlichen Umfang an. Es zeigte sich aber im Laufe des Oktober immer deutlicher, daß die Börsenkrise eine internationale, keineswegs auf Deutschland beschränkte Erscheinung war, und diese ausländischen Entlastungsverkäufe, die man bei jeder internationalen Börsenderoute beobachten kann, erschwerten dem Stützungskonsortium die Arbeit kolossal, ja machten sie nahezu illusorisch.

London erlebte damals seine Hatry- und Horne-Affäre, in Belgien geriet die Bank de Bruxelles, in Wien die Österreichische Kredit-Anstalt in Schwierigkeiten, in Amsterdam brach die Kunstseidenspekulation zusammen und U. S. A., darauf muß besonders hingewiesen werden, hatte am 24. Oktober seinen ersten „schwarzen Freitag" zu verzeichnen, dem noch weitere ruckartige Zusammenbrüche des Kursniveaus (so am 28. und 29. Oktober) folgten. Nicht mit Unrecht hat die Frankfurter Zeitung die damaligen Vorgänge in New-York als „den schwersten Börsenkrach dieses Jahrhunderts"[192]) bezeichnet.

Die intervenierenden Banken haben sich trotz dieser Kette von unglücklichen Umständen nicht entmutigen lassen. Auf alle Weise hat man versucht, der rückläufigen Bewegung Herr zu werden. So kam man überein, die Beleihungsgrenze um 10 % zu erhöhen, um die Zahl der Exekutionen zu verhindern, ferner unterstützte der Börsenvorstand die Arbeit der Banken

[190]) B. B. B. 3. Oktober 1929.

[191]) Deutscher Ökonomist 1929, S. 1354.

[192]) Erich Welter, Stockung, Sonderdruck der F. Z. S. 20.

nicht wenig, indem er die Nachbörsenzeit beschränkte und andererseits in einem sehr scharfen Erlaß gegen die Verbreitung unwahrer Gerüchte vorging.[193]) Den Leerverkäufern suchte man, durch Erschwerung der Stückeleihe das Handwerk zu legen. Alles dies konnte nicht verhindern, daß das Kursniveau sich weiter scharf senkte, die Baissemomente waren übermächtig. Nicht nur, daß die Abgaben des Auslandes gar kein Ende nahmen, die Unsicherheitsmomente innerhalb Deutschlands fanden ihre Hauptstütze in einer Fülle von Insolvenzen, die im Laufe des Oktober und November besonders im Bankgewerbe einen ungewöhnlichen Umfang annahmen.

Man kann es als eine gewisse Tragik bezeichnen, daß die größte Stützungsaktion, die Deutschland bisher in der Börsengeschichte erlebt hat, nach außen hin eine völlige Ergebnislosigkeit gezeigt hat. Im September hatte das durchschnittliche Kursniveau einen Stand von 125,0, der im Dezember nur noch 108,7 betrug. Riesenpakete hat das Konsortium während der damaligen Interventionskampagne aus dem Markt genommen, Effekten im ausmachenden Betrage von 60 Mill. RM. wurden vom Konsortium am Ende des Jahres in erster Linie zwecks Bereinigung der Bilanzen auf die Bank für Industriewerte übertragen. Zu dieser gewiß recht stattlich zu nennenden Ziffer kommen noch die Effektenposten hinzu, die die Banken in Form der Einzel-Intervention für eigene Rechnung aufgenommen haben. Man kann wohl ohne Übertreibung annehmen, daß es sich dabei nochmals um Objekte gehandelt hat, die in die Millionen gingen.

Sind diese Mittel, die die Banken damals in der Börse investiert haben, aber nutzlos vertan? Wir möchten den Standpunkt vertreten, nein. Durch die damalige Intervention der Banken ist die Krise recht erheblich gemildert worden. Die Rückgänge wären ohne das tatkräftige Handeln der „Haute Finance" in viel schärferem Tempo erfolgt und hätten demzufolge auch viel schärfere Ausmaße angenommen. Man durfte

[193]) B. B. B. 19. Oktober 1929.

den Markt nicht sich selbst überlassen[194]), wenn man nicht Gefahr laufen wollte, daß der ganze Preisbildungsprozeß ein geradezu chaotisches Aussehen erhielt. Gerade an solchen ausgesprochenen Krisentagen, wo nichts als Angebot, also ausschließlich Verkäufe, an der Börse zu verzeichnen sind, besteht die Notwendigkeit, die fehlende Nachfrage, die fehlenden Käuferschichten, künstlich zu ersetzen. Und diese Funktion hat eben die Intervention der Banken.

Zusammenfassend stellen wir fest, daß die Intervention vom Jahre 1924 in der Phase der Depression den Umschwung am Effektenmarkt schneller bewirkt hat, während der Wert der Stützungsaktion von 1929 uns in der Milderung der Kursschwankungen zu liegen scheint. Es läßt sich natürlich nicht nachweisen, welchen Weg die Entwicklung am Effektenmarkte ohne das Eingreifen des Konsortiums gegangen wäre, aber wir möchten doch annehmen, daß der Markt in diesem Falle viel länger dazu gebraucht hätte, um wieder ein normales Aussehen zu erhalten. Insonderheit war es das Verdienst der Intervention von 1929, eine Panik mit allen ihren schlimmen Folgen (Kredit-Vertrauenskrise usw.) verhindert zu haben.

2. Einordnung der Interventionen in den Konjunkturzyklus.

Wir betrachten jetzt die eben behandelten Interventionen von 1924, 1925 und 1929 zunächst in erster Linie unter dem Blickpunkt der Einordnung in den konjunkturellen Gesamtzyklus.

Die Auswirkungen der Intervention auf den Effektenmarkt sind anscheinend ganz verschieden, je nachdem, in welchen Phasen die Stützungsaktionen von den Banken getätigt worden sind. Auf die eingesetzten Mittel, der zweite wichtige Punkt bei jedem solchen Eingriff in den Markt, kommt es demgegenüber weniger an. Wir sehen beispielsweise, daß die

[194]) „Nichtstun kann sie (die Banken) weit teurer zu stehen kommen als eine Intervention". — Erich Welter, Stockung, Sonderdruck der F. Z. S. 58.

Intervention von 1924, die im Stadium der Depression ins Werk gesetzt wurde, erfolgreich war, trotzdem sie nur einen Fonds von 4 Mill. erforderte, andererseits aber die Intervention vom Jahre 1929 trotz der Investierung von mehr als 60 Mill. RM. nach außen hin völlig ergebnislos verlaufen ist. Den größten Erfolg verspricht allem Anschein nach die Intervention im Stadium der Depression. Wie aus dem Schema des Konjunkturverlaufes ersichtlich ist, tritt gegen Mitte dieser Phase am Effektenmarkt der Umschwung ein. Die Kurse erreichen in der Depression ihren Tiefpunkt, und von den Festverzinslichen ausgehend, pflegt dann die Aufwärtsbewegung einzusetzen. Konjunkturell bedingt, gleichsam automatisch, hört das Abbröckeln des Kursniveaus auf, beginnt, wenn auch im Anfang nur zögernd, die Hausse.

Der Eingriff in den Markt braucht in solchem Falle nur in geringem Maße der Entwicklung nachzuhelfen. Für die Intervention ist demnach die Depression das günstigste Stadium, und die Stützungsaktion vom Jahre 1924 kann als das beste Beispiel für eine in diesem Sinne erfolgreiche Intervention gelten. Eine weitere Abwärtsbewegung kann aufgehalten werden, das Kursniveau wird gleichsam stabilisiert und dadurch die Grundlage geschaffen, auf der die neue Hausse aufbauen kann.

Schwierigkeiten hat eine Intervention, die in der Periode der Depression betätigt wird, eigentlich nur dann zu überwinden, wenn sie zu früh, also schon zu Beginn und nicht erst gegen Mitte bzw. Ende dieser Konjunkturphase einsetzt. So hätte beispielsweise die Intervention vom Jahre 1924 sicherlich recht erhebliche Mittel gebunden, wenn sie statt im Juni schon im April dieses Jahres vorgenommen worden wäre, wie Presse und Börse von den Banken gefordert hatten.

Es ist nun weiterhin für unsere Erörterung interessant, daß die Intervention von 1925 in das Stadium der Hochspannung, die Intervention von 1929 in das Stadium der Krise gefallen ist. Gewöhnlich treten die Effektenkurse schon zum Ende des Aufschwungs in die Baisse ein, die über die Phase der Hochspannung und Krise bis zur Depression anzudauern

pflegt. Die Hochspannung ist also ein Stadium, das sich durch „weiteres Sinken der Effektenkurse“[195]) auszeichnet. Bei der Intervention von 1925, die im März begann, war ein greifbarer Erfolg im Sinne einer Kursbesserung auch nur von kürzerer Dauer nicht festzustellen. Die vom Juni des Jahres einsetzende Konzernkrise wirkte auf den Effektenmarkt sehr nachhaltig ein, die mit jeder Intervention verbundenen Besserungs-Tendenzen wurden durch die alarmierenden Nachrichten aus der Industrie vollständig hinfällig gemacht.

Läßt sich nun generell aus dem Versagen der damaligen Stützung die Folgerung ziehen, daß jede Intervention in der Hochspannung als verfehlt zu betrachten ist? Ohne hier schon endgültig über diese Frage urteilen zu wollen, sei das eine gesagt, daß jede Intervention, die vor Ausbruch einer scharfen Krisis, wie wir sie in Deutschland im Jahre 1925 erlebten, von vornherein zum Scheitern verurteilt ist, weil es direkt als unsinnig bezeichnet werden muß, eine Sanierung der Börse zu erreichen, bevor nicht in erster Linie die Industrie und der Warenhandel ihren Liquidationsprozeß beendet haben. Eine solche Intervention, die zum falschen Zeitpunkt einsetzt, kann sogar volkswirtschaftliche Schäden nach sich ziehen. Wenn die Stützungsaktion nämlich die Spannungen nicht beseitigt, sondern ihre Lösung nur für einige Zeit hinausschiebt, wird der Liquidationsprozeß verschleppt, die Krise gleichsam chronisch gemacht. In solchem Falle hätte die Selbstkorrektur schneller die Gesundung gebracht, durch eine derartige verfehlte Intervention wird die endgültige Sanierung des Marktes also nur verzögert.

Man muß vielleicht hier noch auf einen Unterschied zwischen Hochspannung und Hochspannung aufmerksam machen. Folgt nämlich auf diese Konjunkturphase eben eine reguläre Krisis mit allen ihren schädlichen Folgen, wie Zusammenbrüchen, Zwang zur beschleunigten Veräußerung von Warenbeständen und nicht zuletzt Effekten usw., so verfehlt die Intervention tatsächlich vollständig ihren Zweck. Die auf-

[195]) V. J. H. z. K. F. 1926, Heft 1, S. 16.

gewandten Mittel sind nutzlos vertan. Denn selbst wenn die Stützungsbemühungen der Banken in der Hochspannung Erfolg gehabt haben, indem sie die Abwärtsentwicklung vielleicht sogar zum Stillstand brachten, so wird diese künstliche Stütze der Börse in dem Augenblick entzogen, wo die durch die Krisis ausgelöste neue Verkaufswelle an den Markt brandet und die Banken gleichsam mit Effekten überschwemmt. Im Jahr 1925 hätte unsere Bankwelt, das läßt sich heute mit ziemlicher Sicherheit vermuten, nicht in den Markt eingegriffen, wenn sie die Entwicklung richtig vorausgesehen hätte. Die stützenden Institute haben auch die Interventionstätigkeit nach Ausbruch der Stinneskrise beträchtlich eingeschränkt, unter anderem, weil sie die Zwecklosigkeit der ganzen Aktion bald eingesehen hatten.

Im anderen Falle, wo die Hochspannung von einem konjunkturellen Abschwung abgelöst wird, der sich bekanntlich durch ein allmähliches Abgleiten der Kurse, der Preise usw., charakterisiert, kann man die Frage Intervention oder Selbstkorrektur nicht so eindeutig beantworten. Es läßt sich beispielsweise sehr gut denken, daß eine Intervention, die schon in diesem Stadium einsetzt, zur Besserung der Marktsituation insofern nicht unwesentlich beitragen kann, als sie die Kursausschläge mildert und die Abwärtsbewegung in ruhigere Bahnen lenkt.

Das führt uns zu der Intervention im Stadium der Krisis. Die große Stützungsaktion vom Jahre 1929 diente uns dafür als Paradigma. Einen Erfolg im Sinne einer Stabilisierung oder gar Erhöhung des Kursniveaus hat diese Intervention, das war bereits oben ausgeführt, nicht zu verzeichnen gehabt. Vielmehr hat sich das Kursniveau seit den Septembertagen 1929, dem Zeitpunkt, wo die damalige Intervention ins Werk gesetzt wurde, weiterhin recht beträchtlich gesenkt, so daß die Verluste, die den Banken aus diesen aufgenommenen Beständen erwachsen sind, recht beträchtlich genannt werden müssen.

Die Frage, die hier sehr naheliegt, ist nun, hat sich das Opfer privatwirtschaftlich und volkswirtschaftlich gelohnt

oder war es verfehlt, schon im Stadium der Krise einen Eingriff in den Markt vorzunehmen?

Zunächst dürfte die Feststellung richtig sein, daß die Kursrückgänge damals ohne die umfassende Tätigkeit des Interventions-Konsortiums zweifellos noch weit schärfere gewesen wären. Durch die Stützungskäufe der Banken — man halte sich immer vor Augen, was für Aktienpakete für 60 Mill. RM. aus dem Markt genommen werden können — ist ein überstürztes Abgleiten der Kurse vermieden worden. Die Schroffheiten der Kursausschläge gerade an Tagen übermächtigen Angebots konnten ausgeglichen werden, und wie wichtig letzteres für die Börse ist, lehrt eine kurze Betrachtung über die Situation der Börsenkreise, die ihre Engagements durch Bankkredit finanziert haben. Wir hatten schon im ersten Teil darauf hingewiesen, wie überaus ungünstig die Marktlage von dieser Seite aus beeinflußt werden kann. Große Teile der Spekulation und auch des Publikums haben ihre Effektenkäufe mit fremden Mitteln ausgeführt und von der Kaufsumme nur einen verhältnismäßig geringen Anteil, eben die sog. Einschüsse, bei ihrer Bankverbindung erlegt. Treten nun scharfe Kurssenkungen ein, so werden diese Einschüsse in ganz kurzer Zeit, vielfach sogar von einem Tage zum andern, von der Baisse hinweggefegt. Die Notwendigkeit, Nachschüsse zu leisten, stellt sich ein oder aber, ist das nicht möglich, wird von Bankenseite exekutiert.

Gerade diese Exekutionsverkäufe sind es aber in Krisentagen, die die Tendenz nach unten so nachhaltig verschärfen. Hierin scheint mir nun nicht der geringste Wert der Intervention zu liegen, daß derartig zwangsmäßig erfolgende Positionslösungen durch die Tätigkeit der Banken zwar nicht gänzlich verhindert, aber doch auf ein erträgliches Maß reduziert werden. Die Banken nehmen der Krise ihre Schärfe, indem sie durch ihr Eingreifen bewirken, daß die Abwärtsentwicklung weniger rapide vor sich geht. Je plötzlicher und explosivartiger die Kurse von einem Tag zum andern zurückgehen, um so tiefer müssen die Notierungen ceteris paribus fallen.

Wir behaupten also, daß durch die Stützungskäufe die Wellentäler der Kurskurven verflacht werden. Die Banken-Intervention wirkt krisenmildernd, und das ist ein Erfolg dieser Aktion, der zwar nach außen hin nicht in Erscheinung tritt, deshalb aber nicht weniger beachtet werden muß. Man hört in der Öffentlichkeit zumeist die Meinung vertreten, daß eine Intervention ihren „Zweck" nur dann erfüllt hat, wenn sie die Abwärtsbewegung der Kurse aufgehalten oder gar eine Aufwärtsbewegung eingeleitet hat. Das ist eine falsche, einseitige Auffassung. Es ist hier ähnlich wie bei der Unternehmungs-Intervention. Die Banken haben eine Krisenmission. Sie müssen auf alle Weise zu verhindern suchen, daß an Tagen des elementaren Umschwungs, an Tagen des Zusammenbruches, sei es nun einzelner Unternehmungen oder der Börse als solcher, eine Panikstimmung um sich greift, die alles für verloren hält. Die Interventionsbereitschaft der Banken ist dann vielfach der einzige Halt an der Börse. Die Aufnahmefähigkeit des Marktes kann man an ausgesprochenen Baissetagen ohne Übertreibung oftmals = 0 setzen.

Nicht stichhaltig scheint uns die Behauptung des Magazins der Wirtschaft[196]) zu sein, daß „gerade das Bestehen des (Interventions-)Konsortiums das Angebot verschärft" habe, welche Vermutung anläßlich der Stützungsaktion vom Jahre 1929 ausgesprochen wurde. Das Magazin argumentiert folgendermaßen:

Die Spekulationskreise betätigen sich zunächst, d. h. bevor die Banken intervenieren, „nur zögernd" als Abgeber, weil durch größere Verkaufsorders die Kurse stark geworfen werden. Nach dem Zusammentritt des Stützungskonsortiums jedoch ändern sie ihre Taktik in der Überzeugung, „daß die Banken mit offenen Armen bereitstehen", um ihnen die Ware abzunehmen.

Wir möchten dem einmal entgegenhalten, daß die Spekulation, in der Mehrzahl der Fälle wenigstens, v o r der Krise zu verkaufen pflegt. Im allgemeinen kann man an der Börse die Beobachtung machen, daß diese Kreise vorsichtig genug sind,

[196]) 1929, S. 1621 ff. Hilfe für die Börse.

von einem gewissen Kursniveau an ihre Engagements abzubauen. Anders das breite Publikum. Der sog. Kapitalist kauft bei stark steigenden und verkauft bei stark fallenden Kursen. Das Angebot in Krisenzeiten stammt also zumeist von dieser Seite und, wie schon betont, in zweiter Linie aus den Reihen von Industrie und Handel, die beide wegen der angespannten Geldmarktlage gezwungen werden, ihre Effektenbestände zu liquidieren.

Die meisten Positionslösungen in Krisenzeiten erfolgen rein stimmungsmäßig (Publikum) oder mehr gezwungenermaßen (Exekutionsware, Liquidationsware, Industrie und Handel). Wenn die Spekulation in diesem Stadium als Abgeber auftritt, so tut sie es in erster Linie in Form des Blankoverkaufs.

Damit sollte nachgewiesen sein, daß es nicht richtig ist, zu behaupten, daß durch die Interventionsbereitschaft der Banken das Angebot an der Börse stark vermehrt wird und „durch das Konsortium selbst jene Verkaufsstöße herausgelockt (werden), an denen es dann scheitert".[197]) Vielmehr handelt es sich an Tagen der Krise um Verkäufe, die aus der Marktsituation, aus der Natur der Sache gleichsam, sich ergeben, nicht aber durch den Interventionswillen der Banken erst künstlich erzeugt werden.

Wir fassen an dieser Stelle noch einmal die Ergebnisse unserer Untersuchungen kurz zusammen. Greifbare, nach außen hin sichtbare Erfolge können eigentlich von der Intervention nur im Stadium der Depression erzielt werden. Die Stützungsaktion in der Phase der Hochspannung erscheint nach den Erfahrungen des Jahres 1925 ein sehr gewagtes, wenn nicht von vornherein aussichtsloses Unternehmen. Dasselbe gilt übrigens — was noch nachzutragen ist — von der letzten Periode des Aufschwungs.

Die hier gewöhnlich am Effektenmarkt bereits einsetzende Baisse, konjunkturell durch die immer stärker werdende Aktivität des Warenmarktes bedingt, läßt sich durch Inter-

[197]) M. d. W. 1929, S. 1621 ff., Hilfe für die Börse.

ventionen schwerlich aufhalten. Ein Eingriff in den Markt erscheint demnach auch in diesem Stadium nicht anzuraten.

Wie steht es nun mit der Krise? Wir sahen zwar, daß im Jahre 1929 selbst unter Anwendung umfangreichster Mittel der Kursrückgang nicht aufgehalten werden konnte. Trotzdem glaubten wir feststellen zu können, daß die damalige Intervention deshalb keineswegs als ergebnislos bezeichnet werden darf. Für den Markt wäre es zweifellos mit den größten Nachteilen verbunden, wenn die Banken alles dem freien Spiel der Kräfte überlassen würden. Die Intervention in Krisenzeiten erweist sich als letztes Sicherheitsventil für den Markt, der sonst in den Fällen völliger Aufnahmeunfähigkeit der beteiligten Kreise seine Funktion im Sinne des Ausgleichs von Angebot und Nachfrage nicht mehr erfüllen könnte.

Und zum Schluß noch eins! In der Depression ist es zwar für die Banken verhältnismäßig leicht, die Kursrückgänge zum Stillstand zu bringen und vielleicht sogar eine Aufwärtsbewegung zu erzielen. Dafür ist aber hier der Zwang zur Intervention längst nicht in solchem Umfange gegeben wie bei der Intervention, die im Stadium der Krise ins Werk gesetzt wird. In der Depression kann sich der Markt viel eher selbst helfen, während in der Krise, besonders, wenn wir hier an die psychologischen Faktoren denken (Panik, allgemeine Vertrauenslosigkeit), die Selbstkorrektur vielfach versagt, zum mindesten aber Tiefkurse erreicht werden, die nicht mehr in Einklang zu bringen sind mit den ökonomischen Gegebenheiten. Deshalb kann man Stützungsaktionen in diesen beiden Konjunkturphasen kaum miteinander vergleichen. Im einen Falle (Depression) läßt sich mit verhältnismäßig geringen Mitteln ein klarer Erfolg am Markt erzielen, während im anderen Falle (Krise) trotz Investierung von Riesenkapitalien die Börsentendenz keinesfalls entscheidend, d. h. sichtbar, beeinflußt werden kann. Die grundverschiedene konjunkturelle Lage des Marktes in diesen beiden Stadien gibt erst die Erklärung für diese Differenziertheit.

ANHANG

§ 9.

Intervention und Warenmarkt-Konjunktur.

Wir glauben, eben gezeigt zu haben, daß durch die Intervention die Bewegungen des Effektenmarktes nivelliert werden und daß insbesondere auch eine Verlagerung der Tiefpunkte der Kurskurve eintreten kann.

Ist es nun berechtigt, von dieser Tatsache her die analoge Wirkung für die Entwicklung am Warenmarkt anzunehmen? Die Kernfrage lautet in diesem Zusammenhange: Zieht jede Verminderung der Kursschwankungen am Effektenmarkt eine gleichartige Bewegungstendenz am Warenmarkt nach sich, d. h. also, kann man annehmen, daß beispielsweise der durch die Intervention bewirkte frühere Umschwung am Effektenmarkt ebenfalls die Belebung am Warenmarkt um einige Zeit vorverlegt?

Zunächst ist dazu zu bemerken, daß die Bewegungen des Effektenmarktes und Warenmarktes ja keineswegs koinzident sind, sondern daß die Börse zumeist der allgemeinen Konjunktur vorangeht. Die Kurse beginnen in der Depression zu steigen, wenn der Warenmarkt noch in völliger Stagnation daniederliegt, auf der anderen Seite vollzieht sich der Umschwung am Effektenmarkt bereits in der Phase des Aufschwungs, wenn Industrie und Handel erst in die eigentliche „Hochkonjunktur" eintreten. Die Einflüsse vom Effektenmarkt können sich also keinesfalls derartig schematisch auf den Warenmarkt fortpflanzen, daß eine zeitlich gleichartige Wirkung von der Börsen-Intervention auf beide Märkte ausginge.

Außerdem ist hier an die größere Sensibilität, an die sog. Extremrichtung der Börse zu denken, die die Ausschläge nach oben wie unten vielfach übergroß werden läßt. In der Hausse wie der Baisse neigt der Effektenmarkt zu Übertreibungen. Wenn die Intervention diese Übertreibungen der Kursentwicklung in der Krise, die uns hier in erster Linie interessiert, verringert, so braucht der Warenmarkt noch keineswegs davon berührt zu werden. Ebenfalls läßt sich generell der Standpunkt keinesfalls vertreten, daß durch eine Verkürzung des Stadiums der Krise oder des Stadiums der Depression am Effektenmarkt der Warenmarkt ebenfalls veranlaßt wird, früher in die Phase der Erholung einzutreten. Im Gegenteil, die Erfahrung hat bekanntlich gezeigt, daß nicht einmal die Folgebewegung der drei Märkte (Effekten-, Waren-, Geldmarkt) mit Regelmäßigkeit zu beobachten ist.

Im folgenden beschäftigen wir uns mit der Problematik der Beziehungen zwischen Effektenmarkt und Warenmarkt, ohne jedoch prinzipiell zu den Dingen Stellung nehmen zu wollen. Es kommt uns vielmehr in erster Linie darauf an, zu zeigen, welche Bedeutung die einzelnen auf diesem Gebiet existierenden Theorien für unsere Fragestellung haben. Keineswegs soll hier eine allgemein gültige Lösung des Problems gegeben werden.

Wir wollen uns die Dinge durch ein Schema verdeutlichen, und zwar bilden wir zwei Gegensatzpaare. In die erste Gruppe ordnen wir die Theorien ein, die dem Effektenmarkt eine beeinflussende Kraft auf den Warenmarkt zuschreiben, die zweite Gruppe dagegen bilden die Theorien, die diese Ursachenverknüpfung nicht kennen und entweder vom Warenmarkt her die Bewegungen des Effektenmarktes erklären oder rein statistisch die Regelmäßigkeiten einer Folgebewegung von Effektenmarkt und Warenmarkt festzustellen suchen.

Das Schema sähe demnach folgendermaßen aus:

Effektenmarkt — Warenmarkt.

I. Der Effektenmarkt beeinflußt den Warenmarkt.

a) der Effektenmarkt ist gleichsam der Konjunkturmotor für den Warenmarkt (Lansburgh).

b) Zwischen Effektenmarkt und Warenmarkt besteht eine Wechselwirkung. Die Frage, wer der eigentliche Konjunkturmotor ist, wird hier bewußt offen gelassen.

II. Eine derartige Beeinflussung des Warenmarktes durch den Effektenmarkt ist nicht gegeben.

a) Der Effektenmarkt ist die Reflexbewegung des Warenmarktes (Karstens).

b) Es besteht eine Folgebewegung zwischen den Märkten ohne Berücksichtigung der Art ihrer ursächlichen Verknüpfung (Harvard, Drei-Märkte-Theorie).

Das vorliegende Schema bedarf einer kurzen Erläuterung. Die Theorie, die da glaubt, daß der Warenmarkt durch den Effektenmarkt maßgeblich beeinflußt wird, scheint uns in erster Linie von Alfred Lansburgh[198]) vertreten zu werden. Nach ihm ist nämlich „die Börsenhausse unbedingt Voraussetzung der „Waren"-Hochkonjunktur", oder, wie es an anderer Stelle heißt, „trägt jede durchgreifende Hausse den Keim einer Konjunktur in sich". Lansburgh nimmt also an, daß erst durch die Aufwärtsbewegung des Effektenmarktes die erhöhte Geschäftstätigkeit der Wirtschaft verursacht wird.

Die zweite Theorie behauptet demgegenüber, daß eine derartige einseitige Abhängigkeit zwischen Effektenmarkt und Warenmarkt nicht besteht, sie vertritt vielmehr den Standpunkt, daß eine wechselseitige Beeinflussung zwischen den beiden Märkten zu konstatieren ist, so daß, wie auch immer die eigentliche Verursachung der Konjunkturbewegung im ganzen sein mag, im Ablauf der Konjunkturbewegung selbst jeder der

[198]) Die Bank 1910, Die Divinationsgabe der Börse, S. 211 ff.

beiden Märkte sowohl als Ursache wie auch als Wirkung auftritt.

Die erste Theorie der zweiten Gruppe stellt, kann man sagen, das genaue Gegenteil der Lansburghschen Auffassung dar. Als Repräsentanten dieser Theorie möchten wir den Amerikaner Karstens[199]) bezeichnen. Er weist den Veränderungen der Warenmarktkurve die führende Rolle innerhalb des Konjunkturrhythmus zu. Nicht mit Unrecht nennt das Institut für Konjunkturforschung den Karstensschen Erklärungsversuch „eine Art Quantitätstheorie".[200]) Karstens geht vom Umsatzvolumen des Warenmarktes aus. Die Geschäftstätigkeit von Industrie und Handel gibt ihm die Erklärung für die Bewegung der Kurse. Wenn der Warenmarkt daniederliegt, strömt das Geld an die Börse und befruchtet diesen Markt, umgekehrt ruft die gesteigerte Aktivität von Industrie und Handel usw. einen Abfluß von Geldkapitalien, die bisher an der Börse gearbeitet haben, hervor, was zu einer Senkung des Kursniveaus führen muß. Die Expansion des Warenmarktes hat gleichsam eine Kontraktion auf dem Effektenmarkt zur Folge.

Schließlich ist noch ein kurzer Kommentar zu der 4. und letzten Theorie zu geben, zum Harvardbarometer. Diese Theorie ist bekanntlich auf dem Prinzip der Folgebewegung aufgebaut. Der Effektenmarkt (A-Kurve) führt in der Entwicklung, der Warenmarkt (B-Kurve) schließt sich nach einer gewissen Zeit dieser Aufwärtsbewegung an, was dann im weiteren Verlauf zu einer Anspannung auf dem Geldmarkt (C-Kurve) führt. Die Kausalitätsforschung schaltet das Harvardinstitut bewußt aus, vielmehr versucht es, auf statistischem Wege Regelmäßigkeiten der Aufeinanderfolge der genannten drei Märkte festzustellen.

Es liegt im Wesen dieser Theorie, daß sie den Zeitintervallen zwischen der Bewegung der einzelnen Kurven das größte

[199]) Karl G. Karstens, The Harvard Business Indexes. A new Interpretation, Journal of the American Statistical Association, Dezember 1926.

[200]) V. J. H. z. K. F. 1926, Heft 4, S. 7.

Interesse entgegenbringt, lassen sich doch daraus für die Konjunkturprognose wertvolle Schlüsse ziehen. Die Berechnungen, die das Harvard-Institut[201]) über diese Phasen-Differenzen festgestellt hat, sind nun aber keineswegs einheitlich. So wurde bei einer Analyse der letzten 12 Vorkriegsjahre zwischen der Effektenmarkt- und Warenmarktkurve ein normaler Zeitabstand von 4—10 Monaten, zwischen der Warenmarkt- und Geldmarktkurve ein solcher von 2—8 Monaten festgestellt, was praktisch einen ziemlich weiten Spielraum bedeutet. Wenn aber die Zeitintervalle zwischen den einzelnen Märkten innerhalb der verschiedenen Konjunkturzyklen derart stark schwanken, so folgt daraus, daß innerhalb dieser Schwankungsgröße „künstliche" Veränderungen des Effektenmarktablaufs in Übereinstimmung mit dem identischen Warenmarktverlauf stehen, also Veränderungen dieses Marktes nicht erfordern.

Wie schon betont, wollen wir zu den einzelnen Theorien in bezug auf ihre Richtigkeit oder Unrichtigkeit nicht weiter Stellung nehmen. Für unsere Betrachtung ist aber bemerkenswert, daß die Karstenssche Theorie eine Beeinflussungsmöglichkeit des Warenmarktes durch den Effektenmarkt in Abrede stellt. Gerade die Karstenssche Theorie zeigt sehr deutlich, daß aus der Bewegung des Effektenmarktes keineswegs „eindeutige Schlüsse auf den Verlauf der allgemeinen Konjunktur" gezogen werden können. Für das hier interessierende Gebiet der Intervention bestätigt uns die Karstenssche Theorie die obigen Ausführungen, daß nämlich ein Eingriff am Effektenmarkt, selbst den Fall gesetzt, daß dadurch eine Hausse hervorgerufen wird, keinesfalls mit Notwendigkeit auf die Konjunktur am Warenmarkt zurückzuwirken braucht.

Zu diesem Schluß kommt man auch auf anderem Wege. Die Bewegungen an den einzelnen Märkten hängen letzten Endes ab von den Chancen, die der einzelne der Entwicklung der Effektenkurse oder der Warenpreise zu geben geneigt ist. Die Geldmittel fließen dorthin, wo der größte Gewinn winkt.

[201]) V. J. H. z. K. F. 1928, Heft 2, Teil A, S. 37.

Deshalb ist es durchaus denkbar, daß eine Hausse am Aktienmarkt alle verfügbaren Kapitalien an sich zieht, was zu weiteren Kurssteigerungen führt, ohne daß der Warenmarkt zeitweise die Voraussetzungen für eine derartige Hausse zu erfüllen braucht. Amerika ist ja wieder das beste Beispiel dafür, daß letzen Endes die hinter den Dingen stehenden Mutmaßungen der Menschen ausschlaggebend für die Bewegungen auf den einzelnen Märkten sind. Die Kreditpolitik, vermittels derer man das neue Stadium der „konjunkturlosen" Wirtschaft einführen wollte, mußte an diesem Punkte scheitern. Sie kann zwar rein quantitativ das Volumen des Geldumlaufs durch Expansion und Kontraktion sehr nachhaltig beeinflussen, ihre Macht hört aber an der Stelle auf, wo es sich darum handelt, diese von der Kreditpolitik abhängige Größe des Geldumlaufs ihren verschiedenen Verwendungszwecken[202]) zuzuführen. Solange es aber nicht möglich ist, dem Geldstrom seine Richtung vorzuschreiben, ihm zu diktieren, daß er sich beispielsweise heute dem Effektenmarkt und morgen dem Warenmarkt zuwendet, sind alle Reglementierungs- und Konjunkturstabilisierungs-Versuche zum Scheitern verurteilt.

Uns war es wichtig, festzustellen, daß auf eine Hausse des Aktienmarktes keineswegs generell der Warenmarkt mit einer Aufwärtsbewegung zu folgen braucht. Die Einflüsse der Intervention können sich demzufolge sehr wohl auf den Effektenmarkt beschränken, ohne den Warenmarkt zu berühren.

§ 10.

Die Interventionen in den einzelnen Phasen des Konjunktur-Zyklus 1924—1929.

Die voraufgegangenen Ausführungen über die Problematik der Beziehungen zwischen Effektenmarkt und Warenmarkt einschließlich der auf diesem Gebiet existierenden Theorien sind

[202]) Darauf hat besonders Mc. Kenna in der Hauptversammlung der Midland-Bank hingewiesen. Zentral-Archiv für Politik und Wirtschaft. 18. Februar 1931, S. 65.

als Einleitung zu dem anschließenden Teil gedacht, der die in § 8 angeführten praktischen Beispiele aus den Jahren von 1924—29 für unsere Fragestellung Interventionen und Warenmarktkonjunktur nutzbar machen soll. Keineswegs verfolgen wir mit den folgenden Untersuchungen den Zweck, die Richtigkeit oder Unrichtigkeit einer oder der anderen Theorie über die Beziehungen zwischen Effektenmarkt und Warenmarkt nachzuweisen, wir wollen vielmehr mittels des uns zur Verfügung stehenden Materials festzustellen suchen, in welchem Umfange die in den genannten Jahren stattgehabten Interventionen auf die Konjunktur eingewirkt haben.

Möglichkeiten von Beeinflussungen der Warenmarktkonjunktur durch Bewegungen auf dem Effektenmarkt sind lediglich generell durch die Karstenssche Theorie in ihrer extremsten Formulierung ausgeschaltet.

Die übrigen Theorien stimmen alle gleicherweise mit unseren praktischen Resultaten überein, ohne durch sie in der einen oder anderen Richtung verifiziert zu werden.

Nach der Harvardschen Theorie besteht ihrer statistischen prognostischen Eigenart halber zwar ein verhältnismäßig großer Spielraum für die Beschränkung von Veränderungen der Wirtschaft auf ihren spezifischen Markt, sind aber andererseits Wirkungen kleiner Veränderungen auf die anderen Märkte ebenso möglich.

Im Anschluß an diese allgemeinen Bemerkungen geben wir unsere Beobachtungen und Gedanken über die Verknüpfung von Effektenmarkt und Warenmarkt bzw. die Beeinflussung des Warenmarktes durch den Effektenmarkt aus dem Zeitabschnitt 1924—29 in Deutschland wieder.

Die voraufgegangene Betrachtung führt uns zu dem wichtigen Ergebnis, daß man eigentlich genau genommen von einer zweifachen Funktion der Intervention sprechen kann. Wir möchten hier die Termini konjunktur-belebend bzw. konjunktur-abschwächend (krisenmildernd) vorschlagen, wobei noch bemerkt sei, daß diese Unterscheidung wiederum ihre Ursache hat in den verschiedenen Stadien, in denen die Intervention vorgenommen wird.

Die konjunktur-belebende Intervention, die in der Depression ins Werk gesetzt wird, soll den Effektenmarkt und darüber hinaus auch die allgemeine Konjunktur ankurbeln helfen. Wir sahen an dem Beispiel vom Jahre 1924, daß die Intervention der Börse unter Umständen eine Anregung gibt, die sogar für die Gesamtentwicklung von Bedeutung werden kann.

Wir halten diesen ersten Impuls, den der Effektenmarkt als Wirtschaftsbarometer in diesem Stadium der Gesamtkonjunktur zu geben pflegt, für wichtig genug, um ausführlicher darauf einzugehen. Der Effektenmarkt ist bekanntlich dem Warenmarkt in dem konjunkturellen Rhythmus vorgelagert, auf die Folgebewegung (Drei-Märkte-Theorie) war schon mehrfach hingewiesen worden.

In der hier interessierenden Phase der Depression pflegt der Warenmarkt ja noch völlig daniederzuliegen. Um so bedeutsamer für die allgemeine Konjunktur ist nun die zumeist gegen Mitte dieses Stadiums einsetzende Belebung des Effektenmarktes. Wie wirkt die steigende Geschäftstätigkeit auf Industrie und Handel? Man wird im allgemeinen zunächst an die psychischen Faktoren denken, die von einem Markt auf den anderen überzugehen pflegen, und mit Recht kann man behaupten, daß es für die Unternehmertätigkeit in Handel und Industrie von größter Bedeutung ist, daß die Börse steigende Kurse und damit auch steigende Gewinne mit sich bringt. Aber nicht genug damit, daß vom Effektenmarkt her die für den wirtschaftlichen Aufschwung so überaus wichtige suggestive Stimmung[203]) vorbereitet wird, die genannten steigenden Gewinne pflegen auch steigenden Konsum nach sich zu ziehen, ist es doch eine bekannte Tatsache, daß derartige gleichsam über Nacht gemachten Gewinne die Neigung haben, sich in weit stärkerem Umfange als andersartiges Einkommen in Verbrauchsgüter zu verwandeln. Es ist demnach beinahe überflüssig, zu betonen, daß die Verbrauchsgüterindustrie[204])

[203]) Vgl. auch H. W. B. d. St. W. VI. Band, Krisen, S. 70, „Die letzte Ursache des Aufschwungs ist etwas Seelisches und nicht Wirtschaftliches".

[204]) Georg Bernhard, Die Börsenhausse, M. d. W. 1926, S. 168.

in erster Linie von dieser Seite her profitieren wird, besonders die Luxusgüterindustrie. Der innige Zusammenhang zwischen Börsenkonjunktur und Automobilabsatz beispielsweise (von den General-Motors-Werken an Hand von graphischen Darstellungen nachgewiesen) kann als Beweis dafür gelten, auf der anderen Seite sollte negativ der Zusammenbruch der Diamantenpreise, die Einführung von Kurzarbeit in den Schleifereien Hollands und Belgiens nach dem Newyorker Krach vom Herbst 1929 diese Einflüsse, die im umgekehrten Sinne eine Effektenmarktbelebung auf den Warenmarkt auszuüben in der Lage ist, besonders deutlich machen.

Zusammenfassend kann nachdrücklichst festgestellt werden, daß der Effektenmarkt durch steigende Kurse und zunehmende Geschäftstätigkeit im Stadium der Depression Leben auch in den Warenmarkt hineinbringt, auf jeden Fall aber in der sog. produzierenden Wirtschaft die Stagnation schneller überwinden hilft. Der Effektenmarkt erweist sich in vielen Fällen in der Depression als Erwecker des Erwerbstriebes, er kurbelt die industrielle Konjunktur mit an, die ohne Existenz einer Börse zweifellos länger in Gedrücktheit und Öde verharrt wäre.

Die Intervention, die erfolgreich in diesem Stadium die Abwärtsentwicklung der Kurse zum Stehen bringt, verstärkt diese Tendenzen noch insofern, als sie die Belebung des Effektenmarktes noch um einige Zeit vorverlegt, was unter Umständen auch für die allgemeine Konjunktur mit denselben Folgen verbunden sein kann. Es sei allerdings hier schon bemerkt, daß wir bei aller Würdigung der Einflüsse der Intervention bzw. des Effektenmarktes im allgemeinen auf die Konjunktur am Warenmarkt den Bogen auf der anderen Seite auch nicht überspannen dürfen. Es wäre verkehrt, der Intervention geradezu Wunderkräfte hier zuzuschreiben. Vielmehr werden die folgenden Ausführungen noch zeigen, daß der Intervention in bezug auf ihre Wirksamkeit gegenüber der allgemeinen Konjunktur verhältnismäßig enge Grenzen gezogen sind.

Sodann wäre noch von der konjunkturabschwächenden bzw. krisenmildernden Funktion der Intervention zu sprechen.

Das Beispiel von 1929 hatte hier deutlich gezeigt, daß die Banken, selbst wenn sie mit aller Macht versuchen, die Abwärtsentwicklung aufzuhalten, nicht mehr vermögen, als diese Abwärtsentwicklung in ruhigere Bahnen zu lenken. Die Intervention in der Krise hat kein anderes Ziel, als eine Panik, als vollständige Kopflosigkeit zu verhindern. „Die Krise der Börse droht zu einer Krise der gesamten Volkswirtschaft auszuarten, und es gibt kein Opfer und kein Risiko, das zu groß wäre, um solches abzuwenden", schrieb der deutsche Volkswirt[205]) 1929 gerade auch mit Bezug auf die Interventionstätigkeit der Banken. Darauf kommt es an, den Krisenherd auf die Börse zu beschränken, dafür zu sorgen, daß die Auswirkungen eines Kurszusammenbruches nicht in zu starkem Umfange auch dem Warenmarkt sich mitteilen. Bei der nahen Verbundenheit der Märkte durch das Band des Geldumlaufes bzw. des Kredites besteht die Gefahr, daß eine Krisis, die zunächst nur die Börse erfaßt, von dort auch die Gesamt-Wirtschaft ergreift. Aus der partiellen Krisis wird eine totale Krisis. Typisch für diese Einwirkungen ist ja die Überspekulation. Die Geschichte der Börsenkrisen zeigt das sehr deutlich.

Wir erinnern hier an die Anfänge des Aktienwesens, an die durch John Law gegründete Mississippi-Gesellschaft sowie an den Südseeschwindel in England damals zu Beginn des 18. Jahrhunderts. Die genannten Vorgänge waren durch alle die ungünstigen Folgen ausgezeichnet, die eine Überspekulation mit sich zu bringen pflegt. „Die Überspekulation und ihr Zusammenbruch erschütterten die ganzen Volkswirtschaften. — Ein verschwenderischer Aufwand stellte sich ein, der die ersten merkbaren Preisveränderungen herbeiführte" schreibt Spiethoff[206]) u. a. über die Ereignisse in Paris. Wir lesen von Preiserhöhungen um das Vierfache, von einer Jagd nach Sach-

[205]) 25. Oktober 1929, S. 109.

[206]) H. W. B. d. St. W., 6. Band, Artikel Krisen, S. 45.

gütern, die ausbrach, weil der einzelne seine Börsengewinne sichern wollte. Es bedarf keiner besonderen Erklärung, daß das Ende einer derartigen wahnwitzigen Spekulation, der Zusammenbruch der Börse, auch gleichzeitig der Zusammenbruch von Industrie und Handel sein muß. Plötzlich hört der bis dahin breit dahinfließende Strom der Effektengewinne auf, die Märkte durch rege Nachfrage nach Gütern aller Art zu alimentieren. Die Wirkungen müssen auf allen Gebieten sehr einschneidende sein. Finanzielle Zusammenbrüche, Kreditschwierigkeiten verstärken dann die allgemeine Unsicherheit noch. Der jetzt nach Aufblähung des ganzen Wirtschaftsapparates wieder einsetzende Rückbildungsprozeß erweist sich meist als sehr schmerzhafter Vorgang, eine große Zahl von Existenzen fällt der Krise zum Opfer.

Nun ist ohne Zweifel das Phänomen der Überspekulation, wenn wir auch heute das amerikanische Beispiel noch frisch in der Erinnerung haben, eine verhältnismäßig seltene Erscheinung zu nennen. Sind aber im Unterschied dazu die Einwirkungen einer „gewöhnlichen" Börsenkrise, die also nicht von einer Überspekulation begleitet war, nicht ähnliche in bezug auf die Warenmarktskonjunktur, wenn auch in verkleinertem Maßstabe?

Fallissements von Unternehmungen stehen sehr häufig im Zusammenhang mit den Kursrückgängen an der Börse. Naturgemäß leiden unter einer Baisse, die mit beträchtlichen Kursreduktionen verbunden ist, in erster Linie die Banken selbst, insbesondere die kleineren nicht so fest fundierten Unternehmungen. Ihre Kredite basieren zu großen Teilen auf der Beleihung von Effekten, aber auch Industrie und Handel bedienen sich häufig dieser Form des Lombardkredites. Treten jetzt scharfe Kursrückgänge ein, so sinkt automatisch die Beleihungsgrenze der Wertpapiere. Die Kredite werden vermindert, oder neue Sicherheiten müssen gestellt werden. Anläßlich der Börsenkrise vom Jahre 1929 in Deutschland war diese enge Beziehung zwischen Börse und den einzelnen Unternehmen besonders deutlich zu bemerken. Ein „Massensterben

im Kleinbankgewerbe“[207]) setzte ein. Waren es im ersten Halbjahr 1929 14 Insolvenzen, so stieg diese Ziffer im nächsten Vierteljahr auf 16, die Zahlungseinstellungen allein im Oktober beliefen sich auf 13, um im November den Rekord mit 40 Fällen zu erreichen.

Hier beginnt nun die Arbeit der Haute Finance. Man darf die Welle von Zahlungseinstellungen, die sich naturgemäß bei der engen Verflochtenheit der kapitalistischen Wirtschaft von einer Firma zur andern fortwälzt, nicht noch weiter anschwellen lassen. „Man ist sich vielmehr in Großbankkreisen . . . . bewußt geworden, bis zu welchem gefährlichen Grad die Vertrauenskrise im Bankiergewerbe bereits gediehen war und daß man im Interesse der Gesamtheit größere Zahlungseinstellungen nicht mehr zulassen dürfe“, schrieb das Magazin der Wirtschaft[208]) damals. Die Dinge gehen nämlich so vor sich, daß zunächst die Kursrückgänge zu Schwierigkeiten bei Firmen führen, die mehr oder weniger durch mißglückte Börsenspekulationen selbst schuld an ihrem Ruin sind. Je mehr aber die Börsenderoute vorwärtsschreitet, um so mehr werden auch Institute von ihr in Mitleidenschaft gezogen, die keinesfalls auf Grund unsolider Effektengeschäfte, sondern eben allein wegen der rückläufigen Kurse und des damit verbundenen Rückganges der Deckungen zusammenbrechen. Werden diese Fälle aber häufiger, so wird das Publikum mißtrauisch, man hält sein Geld erst für sicher, wenn man es im Sparstrumpf hat, die gefürchteten Runs[209]), die überstürzten Depositenabziehungen setzen ein, die das gesamte Kreditgebäude der Volkswirtschaft zum Einsturz zu bringen drohen. Gerade im Jahre 1929 waren diese Runs keine seltenen Erscheinungen und haben auch gesunde Firmen g e f ä h r d e t.

Die G e f a h r bei einer Börsenkrise ist zweifellos gegeben, daß insbesondere überstürzte Kursrückgänge von einem Tage

[207]) M. d. W. 1929, S. 1883.

[208]) 1929, A. 1862.

[209]) „Den Höhepunkt erreicht die Schwierigkeit der Gelderlangung, wenn eine B e r e n n u n g der Banken eintritt“. H. W. B. d. St. W. VI. Bd., Artikel Krisen, S. 30.

zum andern für große Teile der Bankwelt, aber auch für viele Unternehmungen in Industrie und Handel, eine Belastungsprobe darstellen, der manche Firma zum Opfer fällt.

Die Aufgabe der großen Banken ist, um diese für die Volkswirtschaft schädlichen Folgen einer Börsenkrisis nach Möglichkeit auszuschließen, einmal, den Rückgang der Kurse weniger rapide vonstatten gehen zu lassen; zum andern dürften aber gerade die Ereignisse vom Herbst 1929 in Deutschland gezeigt haben, daß Stützungen der Kurse allein zu manchen Zeiten nicht imstande sind, die Entwicklung entscheidend zu beeinflussen. Man muß den gefährdeten Unternehmungen direkt Hilfe bringen. Und so sehen wir denn auch gerade im Jahre 1929, wie man damals, allerdings erst zu einem ziemlich späten Zeitpunkt, sich dazu entschloß, zum mindesten keine größeren Insolvenzen innerhalb des Bankwesens mehr zuzulassen. So wurde die Firma Heydemann in Bautzen von der Deutschen Bank, die Ostbank für Handel und Gewerbe von der Dresdner Bank gestützt.[210]) Mit Recht betont Spiethoff[211]): „Das Verhalten der Banken ist für den Gesamtseelenzustand (während der Krise) von größter Tragweite. Auch diejenigen, die im Augenblick gar nicht auf Hilfe angewiesen sind, werden von Angst befallen, wenn die Banken sich dem Kreditbegehr verschließen. Eine auf eigene Sicherheit gerichtete Stärkungspolitik der Banken ist ein unfehlbares Mittel, den Angstausbruch hervorzurufen, wenn er noch nicht besteht. Sich selbst erweisen die Banken damit den schlechtesten Dienst, denn die Bevölkerung . . . . veranstaltet eine Berennung der Banken zwecks Rückforderung der Einlagen."

Die Banken müssen aus diesem Grunde in ihrem eigensten Interesse, nicht zuletzt aber im Interesse der Gesamtheit, alles tun, um die schädlichen Folgen einer solchen Börsenkrisis zu verhindern oder doch auf ein Mindestmaß zu reduzieren. Und die Intervention der Banken ist unter diesen Krisenheilungs- und Krisenmilderungs-Versuchen nicht das geringste Mittel,

[210]) M. d. W. 1929, S. 1862.

[211]) H. W. B. d. St. W. VI. Bd., Artikel Krisen, S. 30.

das diesen Zweck verfolgt, die allgemeine Panik, die allgemeine Vertrauenslosigkeit zu verhüten mit dem Endziel, die gesamte Volkswirtschaft schneller über das gefährliche Stadium der Krise in die Phase der Depression zu führen, die bekanntlich wieder die ersten Keime einer Aufwärtsbewegung in sich trägt.

§ 11.

Die Intervention ein Konjunkturfaktor?

Können wir nun nach den vorangegangenen Erörterungen diese Frage, ob die Intervention ein Konjunkturfaktor, d. h. ein Faktor, der für die Konjunktur von irgendwie entscheidender Bedeutung ist, bejahen?

Jede Intervention ist ein künstliches Mittel, um den Effektenmarkt zu beeinflussen. Es trägt in die Börse Auftriebstendenzen hinein, die, wie wir sahen, im Stadium der Depression insbesondere auch weiter gehende Folgen haben können.

Ist die Intervention aber imstande, ihr entgegenstehende konjunkturelle Kräfte zu überwinden? Kann sich die Intervention überhaupt in Gegensatz zur Konjunktur stellen?

Das Beispiel des Jahres 1929 hat deutlich gezeigt, daß auch bei Investierung von noch so bedeutenden Mitteln eine Sanierung der Börse nicht erreicht werden konnte. Den Kursrückgang, der konjunkturell bedingt war, konnten die Banken nicht zum Stillstand bringen, wenn sie auch vielleicht ein überstürztes Abgleiten der Kurse durch ihre Tätigkeit verhindert haben.

Die Intervention wirkt, wie wir sahen, nur krisenmildernd, sie vermag aber keineswegs die Krise zu überwinden. In der Hochspannung blieben (vgl. die Intervention vom Jahre 1925!) die Einflüsse der Intervention sogar völlig unsichtbar, woraus erhellt, daß stärkere konjunkturelle Gegenkräfte derartige durch den Bankeneingriff hervorgerufene Besserungstendenzen gänzlich kompensieren können.

Die Banken vermögen demnach durch das Mittel der Intervention keinesfalls einen Eingriff in den konjunkturellen Ablauf vorzunehmen, der die weitere Entwicklung irgendwie grundlegend beeinflußt.

Wir möchten beispielsweise annehmen, daß die Banken 1929 bei der großen Stützungsaktion in Deutschland das Kursniveau auch nicht hätten stabilisieren können, wenn sie statt der aufgenommenen 60 120 oder gar 240 Millionen Mark wertmäßig in Effekten angelegt hätten.

„Das Gewicht der Konjunktur ist größer als die Macht eines jeden Stützungskonsortiums".[212])

Was würden sie durch eine solche Politik nur bewirken? Sie würden ihre Effekten-Portefeuilles über alles gesunde Maß hinaus anschwellen lassen, was natürlich auf Kosten der Liquidität gehen muß, letzten Endes aber das eigentliche Ziel, eben die Sanierung der Börse, nicht erreichen. Es lassen sich durch derartige künstliche Hilfsmittel, wie die Intervention, Erfolge von Dauer, Erfolge auf längere Sicht, nur erzielen, wenn auch die sonstigen Voraussetzungen für die Wirksamkeit des Bankeneingriffes gegeben sind, und diese sonstigen Voraussetzungen liegen eben auf dem Gebiet der konjunkturellen Gesamtsituation.

Der Intervention ist nur dann ein Erfolg beschieden, wenn zu den durch sie bewirkten künstlichen Auftriebstendenzen sich natürliche Stimuli gesellen, die eben in der betreffenden Konjunkturlage ihre Ursache haben. Die Intervention kann einen solchen gleichsam im Keim befindlichen Konjunkturaufschwung beschleunigen, ihn um einige Zeit vorverlegen, immer ist aber die Vorbedingung für die Wirksamkeit der Intervention die Unterstützung des Bankeneingriffes durch allgemein wirtschaftliche Momente.

Gemeint ist hierbei, wie schon betont, die Wirksamkeit à la longue, eine vorübergehende Belebung am Effektenmarkt durch die Intervention zu bewirken, besteht theoretisch gesehen zum mindesten in der Phase der Depression fast immer, wenn man nur die nötigen Mittel dazu zur Verfügung stellt. Eine

[212]) M. d. W. 1929, S. 1621 ff., Hilfe für die Börse.

solcherart zustandegekommene Aufwärtsbewegung wird aber früher oder später wieder in sich zusammensinken, wenn nicht andere Faktoren, wie eben von der produzierenden Wirtschaft her, diese künstliche Belebung verstärken.

Beweis dafür kann der Versuch der Banken im Mai 1930 sein, vom Effektenmarkt her die Gesamtkonjunktur anzukurbeln.[213]) Die Einflüsse dieser Aktion waren zunächst deutlich erkennbar, das Kursniveau hob sich, die Geschäftstätigkeit der Börse nahm zu. Die Bankwelt hatte damals zweifellos angenommen, daß die Gelderleichterung, die zu diesem Zeitpunkt international zu bemerken war, für einen Aufschwung an der Börse eine günstige Vorbedingung war. Diese natürlichen Hausse-Momente suchte man durch die Intervention zu verstärken. Die Befestigung des Kursniveaus war aber nur von kurzer Dauer, da die sonstigen Faktoren, wie Geschäftsgang der Industrie usw. die Aufwärtsbewegung nicht unterstützten.

Der Effektenmarkt darf der Bewegung des Warenmarktes nicht allzuweit vorauseilen, darf niemals den Konnex mit der industriellen Konjunktur gänzlich verlieren, wenn wenigstens die Gefahr vermieden werden soll, daß Rückschläge in der Kursentwicklung eintreten. Sobald der Effektenmarkt innerhalb des Konjunkturverlaufes sich gleichsam isoliert, indem es an ihm zu einer Hausse kommt, der keinerlei wirtschaftliche Auftriebskräfte zugrunde liegen, kann man mit Sicherheit annehmen, daß eine derartige Aufwärtsbewegung von vornherein den Todeskeim in sich trägt.

Die Intervention, das soll die Lehre sein, die wir aus dem Bankeneingriff des Jahres 1930 ziehen, kann von sich aus allein keineswegs einen allgemeinen konjunkturellen Umschwung hervorrufen, die künstliche Belebung muß Hand in Hand gehen mit natürlichen allgemeinwirtschaftlichen Auftriebstendenzen. Stellt sich die Intervention in Gegensatz zur Konjunktur, so ist sie zum Scheitern verurteilt.

[213]) Die hier genannte Stützungsaktion wurde aus dem Grunde im Text nicht ausführlicher behandelt, weil Material über diese Intervention nur in äußerst dürftigem Umfange zu erhalten war.

§ 12.

Die Intervention im Rahmen der Börsen- und Konjunkturpolitik der Banken.

Wir wenden uns nunmehr der Frage zu, welche Rolle die Intervention im Rahmen der Börsen- und Konjunkturpolitik der Banken spielt. Darüber kann kein Zweifel bestehen, daß die Intervention ein Mittel der Konjunkturpolitik der Banken ist. Wenn wir Julius Wolf[214]) in seiner Definition folgen wollen, so „bedeutet Konjunkturpolitik planvolle Bemühung um einen stetigeren Gang des Konjunkturverlaufes". Die Intervention bemüht sich zum mindesten, es gelingt ihr vielleicht nicht in jedem Falle, die Konjunkturbewegungen zu verflachen. Liefmann[215]) weist nun auf einen sehr wichtigen Punkt hin, wenn er ausführt:

„Aufgabe der Konjunkturpolitik kann nur sein, die Wellenbewegung abzuschwächen, die Spitzen nach oben und namentlich nach unten auszugleichen. Eine zu lange und zu tiefe Depression zu verhindern, ist aber nur möglich, wenn man auch die obere Spitze, die Hochkonjunktur, abschwächt."

Für unsere Betrachtung ist der zweite Satz der Liefmannschen Formulierung besonders beachtenswert, der von der Notwendigkeit der Abschwächung der Hochkonjunktur spricht. Das führt uns zwangsläufig zu der Betrachtung der Kreditpolitik der Banken. Die Banken müssen, wenn sie an einem stetigeren Verlauf des Wirtschaftslebens überhaupt ein Interesse haben, wenn sie Krisen und langwierige Stockungen im ökonomischen Prozeß vermeiden wollen, den Hebel nicht erst ansetzen, wenn es dazu zu spät ist. Der Bankeneingriff in Krisen- und Depressionszeiten, die Intervention, läßt sich, wenn auch nicht gänzlich vermeiden, so doch zum mindesten erheblich leichter und erfolgreicher durchführen, wenn man in Hausse-Zeiten Kursübertreibungen und Überschätzung der Entwicklungs-Aussichten im allgemeinen verhindert. Das

[214]) Karl Diehl, Beiträge zur Wirtschaftstheorie, 2. Teil, S. 35.

[215]) Ebendort, S. 76.

Hauptmittel zur Durchführung dieser Bestrebungen ist nun eben die schon genannte Kreditpolitik.

Wenn wir auch Albert Hahn[216]), einem der Hauptvertreter der kreditären Konjunkturtheorie in Deutschland, keineswegs darin zustimmen können, daß allein die von den Banken gewährte Kreditmenge das Auf und Ab des Wirtschaftslebens verursacht, so verkennen wir doch auf der anderen Seite keineswegs, daß der Bankkredit, insbesondere an der Börse, zu manchen Zeiten von geradezu ausschlaggebender Bedeutung werden kann.

Das Entscheidende ist also, daß man die Mißstände schon in der Phase des Aufschwungs zu beseitigen versuchen muß, weil man später den Effektenmarkt in Krisen- und Depressionszeiten keinesfalls mehr derartig nachhaltig beeinflussen kann.

Hoover[217]) betont in seiner Neujahrs-Botschaft „Optimismus für Amerika" mit Recht:

„Wir hätten uns weniger sorgen müssen, was wir in schlechten Zeiten zu tun haben, wenn wir in guten Zeiten Mittel gefunden hätten, um besseren Schutz gegen die Exzesse vorzusehen, die zu diesen Depressionen führen."

Präventive, prophylaktische Politik, rechtzeitige Eingriffe, die das Übel schon während seiner Entstehung bei der Wurzel packen, sind wichtiger als alle nachherigen Sanierungsversuche, die letzten Endes ihr Ziel nicht erreichen können, weil sie eben zu spät kommen.

Und hier ergibt sich nun der sehr nahe Zusammenhang zwischen Interventions- und Kreditpolitik der Banken.

Die Banken können durch maßvolle Kreditpolitik in Haussezeiten viel mehr zur Nivellierung der Kurse und dadurch auch zur Nivellierung der Konjunkturbewegungen beitragen, als durch umfangreichste und intensivste Interventionspolitik in Zeiten der Baisse, oder anders ausgedrückt:

Je größer die Kreditexpansion in Zeiten der Hausse und damit im Zusammenhang stehend je schärfer die Kurs-

[216]) Karl Diehl, a. a. O., S. 159.

[217]) Zitiert nach Zentralblatt für Politik und Wirtschaft, 21. Jan. 1931.

ausschläge nach oben gewesen sind, um so tiefer werden auf der anderen Seite auch die Rückschläge in der Baisse und ceteris paribus um so notwendiger auch die Stützungskäufe der Banken sein.

Die Kursübertreibungen der Aufwärtsbewegung müssen die Banken durch rechtzeitige Einschränkung der Börsenkredite auf ein Mindestmaß zu beschränken suchen, dann werden auch die Rückschläge nach unten dementsprechend geringer werden.

Damit soll keineswegs gesagt sein, daß die Banken nun an jeder Überspekulation, an jeder Überhöhung des Kursniveaus allein schuld wären, sie sind aber zum mindesten als Mitschuldige, wenn nicht zu manchen Zeiten sogar als Hauptschuldige, zu bezeichnen.

Und an diesem Punkt muß nun unsere Kritik ansetzen. Wenn unsere Banken sich in Zeiten der Hausse, in Zeiten, wo die Aufnahmefähigkeit des Marktes es ihnen gestattet, ihre Emissionen im größten Umfange an der Börse abzusetzen, sich derartig von der Entwicklung treiben lassen, daß sie jeden Maßstab für die Berechtigung bzw. Nichtberechtigung der Höhe eines Kursniveaus verlieren und daß die Bezeichnung „Intervention nach oben“[218]) für eine solche Politik, die die Börse allzu reichlich mit Spekulationskrediten versorgt, durchaus gerechtfertigt ist, dann stellt das eine Politik dar, die die Kursausschläge an der Börse ohne Zweifel beträchtlich vergrößert.

Unsere Bankwelt ist eben immer noch in sehr starkem Umfange geneigt, die privatwirtschaftlichen Interessen so weitaus in den Vordergrund zu schieben, daß die volkswirtschaftlichen Belange demgegenüber sehr stark zurücktreten müssen. Mit Recht hat man darauf hingewiesen, daß insbesondere die Berliner Großbanken heute zweifellos über den rein privatwirtschaftlichen Rahmen hinausgewachsen sind.[219]) Wenn diese Großbanken die Börse nur als Absatzgebiet für ihre Emissionen ansehen und aus diesem Gesichtspunkt

[218]) Dr. Pinner, B. T. 2. Februar 1929 „Hoffnungslose Geschlechter“.
[219]) Georg Bernhard, M. d. W. 1927, S. 1949.

heraus die Aufwärtsbewegung am Effektenmarkt solange schüren, wie es irgend geht, dann kommt es zu solchen Kursübertreibungen wie im Jahre 1926. Gerade die Hausse dieses Jahres 1926 in Deutschland hat sehr deutlich gezeigt, daß zu manchen Zeiten die Banken eben in diesem reinen Erwerbsstreben keine Grenze kennen. Sie nutzen die Bewegung zu ihrem ureigensten Vorteil bis zum letzten Augenblick aus, ohne sich über die schädlichen Folgen ihrer Handlungsweise auch nur entfernt klar zu werden.

Mangelndes volkswirtschaftliches Verantwortungsbewußtsein ist aber nur die eine Seite dieser fehlerhaften Bankpolitik. Auf der anderen Seite ist es zweifellos eine Kurzsichtigkeit: Die Banken überhitzen während des konjunkturellen Aufschwungs den Markt durch zu umfangreiche Kreditgewährung und müssen dann dafür Opfer in Krisen- und Depressionszeiten bringen, entweder derart, daß die Notwendigkeit einer allgemeinen Intervention sich ergibt oder doch zum mindesten insoweit, als ihre Verdienstmöglichkeiten in Gestalt des Effekten-Emissions-, Effekten-Kredit-Geschäftes usw. infolge der durch ihre fehlerhafte Politik bewirkten Vergrößerung der konjunkturellen Spannungen, darüber kann kein Zweifel bestehen, erheblich geringer werden.

Vierteljahrsziffern.

Tabelle I.

Aktien-Index des Instituts für Konjunktur-Forschung.

	1. Vierteljahr	2. Vierteljahr	3. Vierteljahr	4. Vierteljahr
1924	135,0	71,4	76,3	87,3
1925	113,0	94,0	77,5	68,4
1926	78,1	91,9	110,4	131,5
1927	156,4	155,8	145,4	131,2
1928	135,8	141,9	140,9	139,5
1929	134,9	130,3	126,5	113,2

Tabelle II.

Goldpfandbriefe (Gesamt-Index).

	1. Vierteljahr	2. Vierteljahr	3. Vierteljahr	4. Vierteljahr
1924	—	—	—	76,2
1925	82,9	80,5	77,1	76,9
1926	85,0	92,8	94,2	95,7
1927	100,5	99,2	96,8	93,7
1928	93,4	92,1	91,0	90,2
1929	89,7	88,1	87,3	86,3

Tabelle III.

Börsenumsatzsteuer*) in Mill. RM.

	1. Vierteljahr	2. Vierteljahr	3. Vierteljahr	4. Vierteljahr
1924	24,45	10,24	10,00	7,39
1925	10,0	4,9	4,09	2,0
1926	2,5	3,5	6,1	8,4
1927	9,5	9,7	4,6	3,9
1928	3,6	5,4	4,0	3,5
1929	3,2	2,9	2,5	2,4

*) Zahlen aus dem Archiv der Berliner Handels-Gesellschaft.

Tabelle IV.

Großhandels-Index. 1913 = 100.

	1. Vierteljahr	2. Vierteljahr	3. Vierteljahr	4. Vierteljahr
1924	138,3	136,0	133,2	141,5
1925	142,2	139,2	143,5	141,3
1926	134,4	132,3	134,0	136,8
1927	135,5	136,6	138,4	139,8
1928	138,4	140,7	141,0	140,1
1929	139,3	135,9	138,0	135,7

Tabelle V.

Index-Ziffer von 10 reagiblen Waren-Preisen. 1913 = 100.

	1. Viertel-jahr	2. Viertel-jahr	3. Viertel-jahr	4. Viertel-jahr
1924	144,7	143,0	133,9	156,6
1925	163,8	144,0	139,2	128,3
1926	118,3	111,0	117,0	122,1
1927	122,2	128,0	129,1	134,3
1928	139,6	135,8	133,7	129,6
1929	128,8	122,0	118,7	114,7

Tabelle VI.

Arbeitslosigkeit*) (Vollarbeitslose) in v. H. der erfaßten Mitglieder (Gewerkschaften).

	1. Viertel-jahr	2. Viertel-jahr	3. Viertel-jahr	4. Viertel-jahr
1924	22,7	9,8	11,8	7,9
1925	7,1	3,8	4,2	12,0
1926	22,0	18,3	16,5	15,0
1927	14,5	7,4	5,0	8,3
1928	10,3	6,5	6,5	11,2
1929	19,5	9,6	9,0	14,9

*) Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich 1930, S. 320.

Tabelle VII.

Privatdiskont-Satz*) (Berliner Börse)

in %.

	1. Vierteljahr	2. Vierteljahr	3. Vierteljahr	4. Vierteljahr
1924	51,89	31,97	16,31	12,74
1925	8,11	7,91	7,58	6,87
1926	5,58	4,69	4,67	4,73
1927	4,34	4,97	5,88	6,77
1928	6,40	6,66	6,69	6,39
1929	5,97	7,21	7,25	7,05

*) Für 1924 sind die Sätze für tägliches Geld angegeben.

Tabelle VIII.

Monatsgeld (Berliner Börse)

in %.

	1. Vierteljahr	2. Vierteljahr	3. Vierteljahr	4. Vierteljahr
1924	26,94	40,45	19,50	13,61
1925	11,49	10,43	10,77	10,59
1926	7,73	5,90	5,97	6,71
1927	6,49	7,65	8,32	8,84
1928	7,88	8,02	8,43	8,56
1929	7,51	9,28	9,76	9,29

Tabelle IX.

Rendite der 8 % Goldpfandbriefe.

	1. Vierteljahr	2. Vierteljahr	3. Vierteljahr	4. Vierteljahr
1924	—	—	9,13	9,50
1925	9,19	9,39	9,67	9,75
1926	8,95	8,15	8,09	7,98
1927	7,77	7,85	7,97	8,13
1928	8,17	8,22	8,24	8,27
1929	8,33	8,49	8,57	8,69

Die Zahlen für die Tabellen I, II, IV, V, VII, VIII, IX sind den Vierteljahrsheften für Konjunkturforschung entnommen, und zwar für die Jahre 1924—1928 dem 3. Jahrgang (1928), Teil B, 4. Heft, S. 68, 69; für das Jahr 1929 dem 4. Jahrgang (1929) Teil B, 4. Heft, S. 68. (Monatszahlen umgerechnet in Vierteljahrszahlen.)

Kurse der Großbankaktien im Jahre 1926.

Monat	Berliner Handels-Gesellschaft	Commerz-bank	Danatbank	Deutsche Bank	Disconto-Gesellschaft	Dresdner Bank	Mitteldeutsche Creditbank
Januar .	144,—	102,—	120,—	118,50	113,—	112,25	96,—
Februar . .	148,50	110,—	131,50	129,50	123,—	118,—	191,25
März . . .	157,75	114,75	138,—	136,75	132,75	119,875	108,50
April . . .	155,—	116,—	140,50	138,—	134,50	122,25	109,50
Mai	158,75	107,625	135,75	132,75	128,25	114,75	116,50
Juni	178,50	125,—	174,—	154,—	148,—	132,—	122,—
Juli	185,—	137,50	187,—	170,—	156,50	139,375	127,—
August . .	218,—	145,—	213,50	174,50	167,—	147,—	146,50
September	220,—	141,—	230,25	172,50	164,75	143,25	141,50
Oktober . .	252,—	182,—	257,—	189,75	179,25	168,75	158,50
November	280,—	199,50	270,50	194,—	180,—	171,—	163,—
Dezember .	278,50	227,75	266,—	191,50	183,—	175,—	178,—

(Entnommen Neumanns Kurstabellen 1926, S. 114—118.)

Lebenslauf.

Am 17. März 1905 wurde ich als Sohn des Studienrats Hermann Schulz-Kleedehn zu Falkenberg i. M. geboren. Evangelischen Bekenntnisses und preußischer Staatsangehörigkeit, besuchte ich das Realgymnasium in Falkenberg sowie die humanistischen Gymnasien zu Freienwalde a. d. O. und Eberswalde. Am Eberswalder Wilhelms-Gymnasium bestand ich am 27. Februar 1923 das Abiturientenexamen. Nachdem ich im S.S. 1923 juristische und nationalökonomische Vorlesungen an der Universität Berlin gehört hatte, trat ich im Oktober 1923 in die Commerz- und Privat-Bank, A.-G., Filiale Eberswalde, ein, bei der ich eine zweijährige Lehrzeit bis Oktober 1925 durchmachte. Winter-Semester 25/26 bezog ich die Handels-Hochschule Berlin, der ich ununterbrochen bis zum Ende des W.S. 28/29 angehörte. Am 8. Mai 1929 bestand ich die kaufmännische Diplomprüfung mit „Gut". Ich begab mich nun wieder in die Praxis und arbeitete bis zum April 1930 in einem Berliner Privatbankgeschäft. Im S.S. 1930 ließ ich mich zwecks Erlangung der staatswissenschaftlichen Doktorwürde an der Universität Münster immatrikulieren, am 7. August 1931 wurde ich dort auf Grund der vorliegenden Dissertation und einer mündlichen Prüfung zum Dr. rer. pol. („cum laude") promoviert.

Hans-Hermann Schulz-Kleedehn.